



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

KARLA VANESSA BATISTA DA SILVA LEITE

**Formação de Preços e Processos Inflacionários em um Contexto de Elevado Grau de
Abertura Comercial e Financeira: O Caso do Brasil no Período 1999-2013**

**RIO DE JANEIRO
FEVEREIRO DE 2015**

KARLA VANESSA BATISTA DA SILVA LEITE

**Formação de Preços e Processos Inflacionários em um Contexto de Elevado Grau de
Abertura Comercial e Financeira: O Caso do Brasil no Período 1999-2013**

**Tese apresentada ao Programa de Pós-
Graduação em Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, em
cumprimento às exigências do Curso de
Doutorado em Economia.**

Área de Concentração: Macroeconomia e
Economia Monetária

Orientadora: Prof.^a Dra. Jennifer Hermann

**RIO DE JANEIRO
FEVEREIRO DE 2015**

L533 Leite, Karla Vanessa Batista da Silva.

Formação de preços e processos inflacionários em um contexto de elevado grau de abertura comercial e financeira: o caso do Brasil no período 1999-2013 / Karla Vanessa Batista da Silva Leite -- 2015. 226f.; 31cm.

Orientadora: Jennifer Hermann

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós Graduação em Economia, 2015.

Bibliografia: f203-220.

1. Economia Brasileira. 2. Abertura Econômica. 3. Setor Externo. 4. Inflação. I. Hermann, Jennifer. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

KARLA VANESSA BATISTA DA SILVA LEITE

**Formação de Preços e Processos Inflacionários em um Contexto de Elevado Grau de
Abertura Comercial e Financeira: O Caso do Brasil no Período 1999-2013**

Rio de Janeiro, 24 de Fevereiro de 2015

Prof.^a Dra. Jennifer Hermann – UFRJ
Orientadora

Prof.^a Dra. Maria Isabel Busato – UFRJ
Examinador Interno

Prof.^a Dra. Denise Lobato Gentil – UFRJ
Examinador Interno

Prof. Dr. Paulo Fernando Bezerra de Moura Cavalcanti Filho – UFPB
Examinador Externo

Prof. Dr. Victor Leonardo Figueiredo Carvalho de Araújo – UFF
Examinador Externo

A Deus, aos meus pais, às minhas irmãs e à minha Tia Toinha.

AGRADECIMENTOS

Ao longo da nossa vida, poucas são as coisas que conseguimos realizar sozinhos. Concluir um Doutorado não é uma conquista solitária e, ao finalizar essa tese, palavras não são suficientes para externalizar o tamanho da gratidão que tenho por todas as pessoas que foram essenciais nessa grande conquista. Para estas pessoas, registro aqui o meu RECONHECIMENTO:

A Deus,

Por tudo! Obrigada por ter iluminado o meu caminho para vencer mais um desafio, quando eu mesma, em alguns momentos, pensei que não iria conseguir.

Aos meus amados e queridos pais, Maurício e Bernadete,

Que me ensinaram o verdadeiro valor dessa vida! Não tenho dúvida que, sem vocês, não teria conseguido chegar até aqui. Vocês sempre serão meu porto seguro, meu exemplo, a alegria da minha vida. A vocês, devo tudo que sou!

Às minhas irmãs, Priscilla e Danielle,

Que são minhas melhores amigas. Obrigada pelo incentivo, compreensão, apoio, dedicação e por fazerem parte da minha vida, pois, sem vocês, ela não seria completa.

À minha tia e segunda mãe, Antônia,

Por sempre fazer parte da minha vida de uma maneira tão carinhosa e especial. Sem o seu apoio, não teria chegado até aqui.

Aos meus amigos e amigas,

Brunno, Rodolpho, Segundo, Jean, Ariela, Shirley, Mayra, Márcia, Águida, Fátima, Tissiane, Mariana, Marcella: amigos da vida. Ainda aos companheiros do Doutorado: Arthur, Marcos, Ricardo, Débora, Miriam.

A Gabriel,

Pelo amor, carinho, compreensão e, claro, pela ajuda com a formatação da tese.

A Víctor, Sílvia e Cida,

Apesar de a vida ter nos colocado em caminhos diferentes, não posso deixar de agradecer pelo apoio nos anos iniciais da minha jornada no doutorado.

A Márcia, Águida e Fátima,

Poder conviver com vocês foi uma das melhores partes de voltar para casa. Muito obrigada pelas conversas, almoços e risadas. Tudo isso tornou os meus dias mais leves e me deu mais fôlego nessa caminhada. Talvez vocês não saibam a importância que têm na minha vida. Obrigada!

À minha orientadora, Professora Jennifer Hermman,

Primeiro, por aceitar me orientar, mesmo com todas as dificuldades que a distância impõe. Desde o meu primeiro contato com a UFRJ, em 2010, já tinha intenção de ser sua orientanda. Sua didática, organização, capacidade intelectual e inteligência serviram de motivação, nos momentos mais difíceis, ao longo desses quatro anos. Agradeço por todo o apoio, por ter confiado no meu trabalho, pela disponibilidade dispensada em todas as situações, pelas críticas construtivas, pelas discussões, pelo esclarecimento de dúvidas, pelas valiosas sugestões e por corrigir cada vírgula, até nas notas de rodapé, que estavam fora do lugar. Obrigada por ter me permitido contar com sua orientação, no sentido amplo da palavra.

Ao Professor Ricardo Summa,

Pela disponibilidade em ajudar, mesmo faltando poucos meses para a conclusão da tese. Obrigada pela sua orientação e comentários sempre tão pertinentes.

À Débora Pimentel,

Obrigada por ter aceito me ajudar com as estimativas da tese. Sem dúvida, não teria conseguido sozinha.

A Paulo Filho,

Por ter me acolhido e orientado, desde que eu entrei no Mestrado.

Aos professores Víctor, Paulo, Denise, Maria Isabel, Antônio Licha e Luiz Fernando,

Por aceitarem, tão prontamente, participar da banca e pelas valiosas contribuições.

Aos professores e amigos da UFJF,

Por todo o aprendizado nos anos em que integrei o corpo docente dessa Instituição.

À Unidade Acadêmica de Economia da UFCG,

Agradeço, em especial, à Águida, Márcia, Gelfa e Leiliam. Obrigada por terem acreditado em mim e lutado para que eu pudesse voltar para a UFCG. Vocês não imaginam o que isso significou na minha vida.

Aos meus alunos,

Por me motivarem, mesmo sem saber, a tentar ser uma professora cada vez melhor.

Aos Professores do PPGE,

Que foram muito importantes na conclusão de mais essa etapa da minha vida acadêmica. Agradeço, especialmente, aos professores Fernando Cardim, Mário Possas, André Modenesi, e Jennifer Hermann. Além de um grande aprendizado, foi a realização de um sonho pessoal poder ter sido aluna de vocês.

Aos secretários do PPGE,

Especialmente a Beth e Ronei, pelo apoio, estímulo e constante ajuda.

À CAPES,

Pelo apoio financeiro concedido durante os três anos iniciais do doutorado.

Finalmente, agradeço a todas as pessoas que direta ou indiretamente colaboraram com a conclusão deste trabalho.

A todos vocês, meu muito OBRIGADA!

KARLA VANESSA BATISTA DA SILVA LEITE

“Tantas vezes pensamos ter chegado. Tantas vezes é preciso ir além”.

Fernando Pessoa

“A dificuldade real não reside nas novas ideias, mas em conseguir escapar das antigas”.

John Maynard Keynes

“Morre lentamente
Quem não viaja,
Quem não lê,
Quem não ouve música,
Quem não encontra graça em si mesmo.
Morre lentamente
Quem se transforma em escravo do hábito,
Repetindo, todos os dias, os mesmos trajetos.
Morre lentamente
Quem não vira a mesa quando está infeliz
Com o seu trabalho, ou amor,
Quem não arrisca o certo pelo incerto
Para ir atrás de um sonho,
Quem não se permite, pelo menos uma vez na vida,
fugir dos conselhos sensatos...”

Pablo Neruda

**RIO DE JANEIRO
FEVEREIRO DE 2015**

RESUMO

LEITE, K. V. B. S. **Formação de Preços e Processos Inflacionários em um Contexto de Elevado Grau de Abertura Comercial e Financeira: O Caso do Brasil no Período 1999-2013.** Rio de Janeiro, 2015. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

A presente tese tem por objetivo geral identificar os impactos da ampliação do grau de abertura comercial e financeira sobre a trajetória da inflação brasileira, no período 1999-2013. Especificamente, busca-se: i) compreender como se formam os processos inflacionários, no contexto de elevado grau de abertura comercial e financeira; ii) identificar quais foram as mudanças ocorridas nas relações comerciais e financeiras, nas últimas décadas, no Brasil, que ampliaram o grau de abertura comercial e financeira e iii) analisar as implicações da nova institucionalidade sobre o comportamento da inflação no Brasil, no período 1999-2013. O estudo foi construído sob a perspectiva das abordagens heterodoxas da inflação, com foco na teoria de Keynes. Foram consideradas como heterodoxas as abordagens que explicam a inflação como sendo, em última instância, um processo relacionado a pressões de custo e/ou decorrentes da existência de um conflito distributivo inerente à economia capitalista. A análise empírica foi feita em duas etapas. Na primeira, as variáveis foram analisadas através do uso da estatística descritiva. Em um segundo momento, utilizou-se o instrumental econométrico para estimar uma equação de inflação para a economia brasileira, entre 1999 e 2013, com base na especificação do modelo de Simonsen (1970). A equação foi estimada através do modelo de Vetores Auto Regressivos Estruturais (SVAR) e do modelo Auto Regressivo de Defasagem Distribuída (ARDL). Os resultados da estatística descritiva foram ao encontro dos resultados da análise econométrica e, em ambas as análises, constatou-se a importância das variáveis do setor externo para a evolução da inflação brasileira, entre 1999 e 2013.

Palavras-chave: Abertura Econômica. Setor Externo. Inflação.

ABSTRACT

LEITE, K. V. B. S. **Formação de Preços e Processos Inflacionários em um Contexto de Elevado Grau de Abertura Comercial e Financeira: O Caso do Brasil no Período 1999-2013.** Rio de Janeiro, 2015. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

This thesis has the objective to identify the impacts of the expansion of the degree of trade and financial openness on the trajectory of Brazilian inflation in the period 1999-2013. Specifically, we seek to: i) understand how they form the inflationary processes in the context of high degree of trade and financial liberalization; ii) identify which were the changes in the commercial and financial relations in recent decades, in Brazil, which increased the degree of trade and financial openness and iii) analyze the implications of the new institutions on the behavior of inflation in Brazil, in the period 1999 -2013. The study was built from the perspective of heterodox approaches to inflation, focusing on Keynes's theory. Were considered unorthodox approaches that explain inflation as, ultimately, one related to cost pressures process and / or arising from the existence of a distributive conflict inherent in the capitalist economy. The empirical analysis was performed in two stages. At first, the variables were analyzed by using descriptive statistics. In a second step, the instrumental econometric was used to estimate an inflation equation for the Brazilian economy between 1999 and 2013, based on the model specification Simonsen (1970). The equation was estimated using the Vector Auto Regressive Structural model (SVAR) model and Auto Regressive Distributed-lag (ARDL). The results of descriptive statistics were to meet the econometric analysis results, and both analyzes, there was the importance of the variables of the external sector to the evolution of Brazilian inflation between 1999 and 2013.

Key-words: Economic openness. External Sector. Inflation.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da Alíquota Média de Importação (%) – 1996 a 2001	89
Gráfico 2 – Evolução da Alíquota Média de Importação (%) – 2003 a 2010	92
Gráfico 3 – Coeficiente de penetração de importações - Indústria geral (Preços constantes de 2007 – em %).	112
Gráfico 4 – Coeficiente de exportação - Indústria geral (Preços constantes de 2007 – em %).....	113
Gráfico 5 – IPCA (% a.a.): 1999 – 2013	123
Gráfico 6 – IPCA (% a.a.) e variação da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$): 1999 – 2013.	127
Gráfico 7 – Decomposição do IPCA (% a.a.): 1999-2013	132
Gráfico 8 – Média do peso mensal acumulado de grupos selecionados sobre a inflação (% a.a.).....	135
Gráfico 9 – IPA (% a.a.), IGP (% a.a.) e IPCA (% a.a.): 1999 – 2013	138
Gráfico 10 – PIB - var. real anual - (% a.a.) e IPCA (% a.a.): 1999-2013	140
Gráfico 11 – Corrente de Comércio para a Economia Brasileira: 1999-2013.....	141
Gráfico 12 – Participação das exportações e das importações na composição do PIB: 1999-2013...	141
Gráfico 13 – Pauta de exportação por fator agregado – participação no total (%): 1999-2013	143
Gráfico 14 – Pauta de importação por fator agregado – participação no total (%): 1999-2013.....	144
Gráfico 15 – Índice de <i>Commodities</i> do FMI (2005 = 100): 1999-2013.....	146
Gráfico 16 – Sub índices de <i>Commodities</i> do FMI (2005 = 100) – desagregado por itens: 1999-2013	146
Gráfico 17 – Taxas de Inflação e Preço de <i>Commodities</i> : 1999 a 2013.	148
Gráfico 18 – Taxa de câmbio nominal (PTAX - venda - final de período - média das cotações diárias - R\$/US\$).....	149
Gráfico 19 – Evolução dos índices de preço de exportação e importação para a economia brasileira: 1999 a 2013	150
Gráfico 20 – IPA dos produtos agrícolas e IPA dos produtos industriais: 1999 a 2013	153
Gráfico 21 – IPCA (% a.a.) e Expectativa de Inflação Anual (%): 2001-2013.....	156
Gráfico 22 – Expectativas de Inflação e Volatilidade da Taxa de Câmbio: 2001-2013.....	158
Gráfico 23 – Decomposição do IPCA: Inércia inflacionária (% a.a.): 2001 a 2013	160

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Tarifa Aduaneira Proposta pela CPA (em %)	77
Tabela 2 – Regimes Especiais Mantidos e Eliminados Pela CPA	77
Tabela 3 – A Nova Tarifa (1991 – 1994)	81
Tabela 4 – Variação de preços acumulada – agosto/1994 a janeiro/1997 – itens selecionados	85
Tabela 5 – Evolução das Alíquotas Nominais de Importação – 1995/1998.....	88
Tabela 6 – Metas de Inflação: 1999-2003	122
Tabela 7 – Indicadores Econômicos Selecionados (1999 a 2002)	124
Tabela 8 – Metas para a Taxa Selic (% a.a.): 1999 – 2013	130
Tabela 9 – Evolução do IPCA, do índice de <i>commodities</i> e da taxa de câmbio: 1999-2013	153
Tabela 10 – Hipóteses dos testes de raiz unitária	176
Tabela 11 – Resultados dos testes de raiz unitária	177
Tabela 12 – Modelo ARDL – jan/2001 a dez/2013	183
Tabela 13 – Testes de Causalidade de Granger.....	185
Tabela 14 – Coeficientes de Repasse – período: jan/2001 a dez/2013.....	186
Tabela 15 – Decomposição da Variância – período: jan/2001 a dez/2013	188
Tabela 16 – Modelo ARDL – Período 1: jan/2001 a dez/2004.....	222
Tabela 17 – Modelo ARDL – Período 1: jan/2005 a dez/2013.....	222
Tabela 18 – Decomposição da Variância – período: jan/2001 a dez/2004	223
Tabela 19 – Decomposição da Variância – período: jan/2005 a dez/2013	223
Tabela 20 – Teste de Cointegração: IPCA, PEXT, CÂMBIO	225
Tabela 21 – Teste de Cointegração: IPCA, PEXT	225
Tabela 22 – Teste de Cointegração: IPCA, CÂMBIO	225
Tabela 23 – Estimação do Vetor de cointegração (Gregory Hansen C/S)	225

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Orientações para a Redução Tarifária.....	81
Quadro 2 – Principais Alterações na Política de Importação – 1994/1995.....	87
Quadro 3 – Modalidades de Investimento Estrangeiro Criadas/Liberadas no Período 1987-93	96
Quadro 4 – Principais Medidas de Abertura Financeira no Período 1987-93 – Remessa de Divisas	100
Quadro 5 – Principais Medidas de Abertura Financeira no Período 1994/96 – Ingresso de Capital.	102
Quadro 6 – Principais Medidas de Abertura Financeira no Período 1994/96 – Ingresso de Capital.	103
Quadro 7 – Principais Medidas de Abertura Financeira nos Primeiros anos Terceira Fase de Abertura	106
Quadro 8 – Principais Medidas de Abertura Financeira nos Anos 2000	107
Quadro 9 – Principais Mudanças no Mercado de Câmbio Após a Instituição do RCMMI.....	109
Quadro 10 – Principais Medidas Macroprudenciais Adotadas Após 2007.....	110
Quadro 11 – Resumo das variáveis do modelo teórico.....	173
Quadro 12 – Detalhamento dos dados utilizados no modelo.....	175

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Resposta do IPCA a um choque em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial (VAR): 2001-2013.....	190
Figura 2 – Comportamento das Séries Utilizadas na Estimação da Equação de Inflação	221
Figura 3 – Resposta do IPCA a um choque em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial (VAR): 2001-2004.....	224
Figura 4 – Resposta do IPCA a um choque em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial (VAR): 2005-2013.....	224

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

APEX – Agência Brasileira de Promoção de Exportações

ARCH-M – Modelo Autoregressivo de Heterocedasticidade Condicional

ARDL – Autoregressive Distributed Lag

ARFMM – Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha Mercante

ARMAX – Modelo de Autoregressivo, Médias Móveis com Variável Exógena

BCB – Banco Central do Brasil

BEFIEEX – Programa Especial de Exportação

BNT – Barreiras Não Tarifárias

CACEX – Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil

CC-5 – Carta Circular nº 5

CDI – Comissão de Desenvolvimento Industrial

CICE – Cotas de Investimento – Capital Estrangeiro

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNC – Consolidação das Normas Cambiais

COFIG – Comitê de Financiamento e Garantia das Exportações

CONCEX – Conselho de Comércio Exterior

CPA – Comissão de Política Aduaneira

CTVCE – Carteira de Títulos e Valores Mobiliários - Capital Estrangeiro

DECEX – Departamento de Operações do Comércio Exterior

DIC – Divisão de Informação Comercial

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FICE – Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro

FMI – Fundo Monetário Internacional

FMMQO – Mínimos Quadrados Ordinários Completamente Modificados

FUNCEX – Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior

GARCH-M – Modelo Autoregressivo de Heterocedasticidade Condicional Generalizado

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP – Índice Geral de Preços

IPA – Índice de Preços ao Produtor

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

MDIC – Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior

MEFP – Ministério da Fazenda, Planejamento e Indústria e Comércio

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

MGM – Métodos Generalizados dos Momentos (MGM),

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OMC – Organização Mundial do Comércio

PBM – Plano Brasil Maior

PBQP – Programa Brasileiro de Qualidade e Produtividade

PCI – Programa de Competitividade Industrial

PD – Países Desenvolvidos

PED – Países em Desenvolvimento

PICE – Política Industrial e de Comércio Exterior

PND – Programa Nacional de Desestatização

RMCCI – Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais

RMI – Regime de Metas de Inflação

SECEX – Secretaria de Comércio Exterior

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SICE – Sociedade de Investimento - Capital Estrangeiro

SVAR – Structural Vector Autoregressive Models

TEC – Tarifa Externa Comum

SUMÁRIO

CAPÍTULO I	19
1. INTRODUÇÃO	19
CAPÍTULO II	26
2. TEORIAS DA INFLAÇÃO: UMA ABORDAGEM HETERODOXA	26
2.1 INTRODUÇÃO	26
2.2 TEORIA KEYNESIANA DA INFLAÇÃO	27
2.3 A TEORIA DA FORMAÇÃO DE PREÇOS EM KALECKI.....	33
2.4 A TEORIA DA FORMAÇÃO DOS PREÇOS EM WEINTRAUB	37
2.5 TEORIA PÓS – KEYNESIANA DA INFLAÇÃO	40
2.5.1. Tipos de Inflação	41
2.5.1.1. Inflação de Demanda.....	42
2.5.1.2. Inflação de custos	43
2.6 OUTRAS ABORDAGENS HETERODOXAS DA INFLAÇÃO	50
2.6.1. A Teoria Estruturalista da Inflação, a Teoria Inercialista da Inflação e a Abordagem do Conflito Distributivo	51
2.7 SIMONSEN E O MODELO DE REALIMENTAÇÃO INFLACIONÁRIA	66
2.8 SUMÁRIO E CONCLUSÕES	68
CAPÍTULO III	72
3. O PROCESSO DE ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA DA ECONOMIA BRASILEIRA	72
3.1 INTRODUÇÃO	72
3.2 ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA COMO TENDÊNCIA INTERNACIONAL	74
3.3 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE ABERTURA ECONÔMICA	76
3.3.1. O Processo de Abertura Comercial	76
3.3.1.1. Primeira fase da abertura comercial: 1988 a 1989	76
3.3.1.2. Segunda fase da abertura comercial: 1990 a 1993	78
3.3.1.3. Terceira fase da abertura comercial: 1994 a 1998.....	83
3.3.1.4. Quarta fase da abertura comercial: 1999 a 2012	89
3.3.2. O Processo de Abertura Financeira	94

3.3.2.1.	A primeira fase da abertura financeira: 1987 a 1993	95
3.3.2.2.	A segunda fase da abertura financeira: 1994 a 1998	101
3.3.3.	A terceira fase da abertura financeira: 1999 a 2013	104
3.4	EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA AMPLIAÇÃO DO GRAU DE ABERTURA ECONÔMICA.....	112
3.5	SUMÁRIO E CONCLUSÕES.....	115
CAPÍTULO IV	117
4.	UMA ANÁLISE SOBRE A FORMAÇÃO DE PREÇOS E PROCESSOS INLACIONÁRIOS EM UM CONTEXTO DE ELEVADO GRAU DE ABERTURA ECONÔMICA: O CASO DO BRASIL NO PERÍODO 1999-2013.....	117
4.1	INTRODUÇÃO	117
4.2	UM MODELO TEÓRICO PARA FORMAÇÃO DE PREÇOS E PROCESSOS INLACIONÁRIOS EM UM CONTEXTO DE ELEVADO GRAU DE ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA.....	118
4.3	ANÁLISE EMPÍRICA: ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	121
4.3.1.	Inflação.....	121
4.3.1.1.	A Importância do IGP para a dinâmica do IPCA	137
4.3.2.	Componente de Demanda.....	139
4.3.3.	Componente Autônoma	145
4.3.3.1.	Os Preços Internacionais	145
4.3.3.2.	A Taxa de Câmbio.....	148
4.3.4.	Componente de Realimentação.....	155
4.4	SUMÁRIO E CONCLUSÕES.....	161
CAPÍTULO V	165
5.	ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO DE INFLAÇÃO	165
5.1	INTRODUÇÃO	165
5.2	REVISÃO DE LITERATURA	165
5.2.1.	Evidências Gerais	165
5.2.2.	Evidências para a Economia Brasileira.....	169
5.3	ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO DE INFLAÇÃO	173
5.3.1.	Modelo Teórico.....	173
5.3.2.	Base de Dados	174
5.3.2.1.	Testes de Raiz Unitária.....	176
5.3.2.2.	Testes de Cointegração entre as variáveis I (1).....	178

5.3.3. Metodologia.....	179
5.3.3.1. Modelo VAR.....	180
5.3.3.2. Modelo ADRL.....	182
5.3.4. Análise dos Resultados Econométricos dos Instrumentais do SVAR.....	184
5.3.4.1. Coeficientes de Repasse	185
5.3.4.2. Análise da Decomposição da Variância.....	187
5.3.4.3. Funções de Impulso Resposta	190
5.4 SUMÁRIO E CONCLUSÕES	192
CAPÍTULO VI.....	196
6. CONCLUSÃO	196
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	203
ANEXO A – Séries Utilizadas	221
ANEXO B – Resultados do Modelo ARDL.....	222
ANEXO C – Decomposição da Variância	223
ANEXO D – Funções de Impulso Resposta	224
ANEXO E – Resultados dos Testes de Cointegração	225

CAPÍTULO I

1. INTRODUÇÃO

Os anos 1980 e 90 se constituíram em um marco para as economias capitalistas, tendo em vista que se verificou, nesse período, uma ampliação do grau de abertura comercial e financeira em escala mundial. A abertura econômica está inserida em um conjunto de políticas de desenvolvimento adotadas, nas últimas décadas, por países desenvolvidos e em desenvolvimento. Nos países desenvolvidos, o movimento liberalizante se constituiu em uma resposta a pressões internas – micro e macroeconômicas – e às transformações tecnológicas e financeiras, que impulsionaram a desmontagem do sistema de regulação constituído, nos EUA, pós Grande Depressão. Já nos países em desenvolvimento, a liberalização foi realizada sob influência das condições e políticas internas, mas assumindo um papel complementar às modificações que já vinham ocorrendo nas economias desenvolvidas. Seguindo a tendência mundial, o Brasil, em fins da década de 1980, deu início a uma política de abertura econômica que norteou seu modelo de inserção externa, desde então (HERMANN, 2002, caps. 3 e 4).

A nova institucionalidade – traduzida pela ampliação do grau de abertura comercial e financeira – tornou a dinâmica econômica dos países mais dependente da conjuntura internacional. Com os seus mercados – de bens, serviços e financeiros – mais abertos e integrados, as economias experimentaram uma série de mudanças macroeconômicas e institucionais que tornaram a capacidade de crescimento econômico, as taxas de juros e de câmbio e a inflação muito mais dependentes do cenário externo. Nesse novo cenário, a maneira pela qual são formados preços e processos inflacionários foi alterada aumentando a importância dos condicionantes externos na explicação da dinâmica dos preços domésticos.

O setor externo impacta os preços domésticos, essencialmente, por meio de dois canais de influência – câmbio e preços internacionais. O fato de a economia estar mais aberta comercialmente faz com que os preços no mercado internacional exerçam maior influência sobre os preços domésticos. Pelo canal da balança comercial, apenas a existência de abertura nas relações comerciais já seria suficiente para tornar a inflação mais sensível ao que acontece no resto do mundo. Como o que se verifica pós 1990 – na maioria dos países – é a coexistência de ampla abertura comercial e financeira com regimes de taxas de câmbio flutuantes, os efeitos dessa nova institucionalidade são potencializados, na medida em que: i) maior abertura

comercial torna os preços mais sensíveis ao cenário externo; ii) flexibilidade cambial torna os preços mais sensíveis ao movimento dessa variável e iii) a abertura financeira, combinada ao regime de câmbio flutuante, tornou a taxa de câmbio mais sujeita a oscilações. Diante disso, quanto mais aberta comercialmente for a economia, maiores os efeitos da abertura financeira sobre os preços, dado que esta influencia a taxa de câmbio que, com elevado grau de abertura comercial, exerce maior impacto sobre preços.

A abertura econômica não se constitui em uma novidade dos anos 1990. Desde os primórdios do capitalismo, os países negociam entre si, embora isso ocorresse em uma escala menor e em um contexto no qual as relações comerciais e financeiras eram muito mais reguladas pelo Estado. O que justifica a pertinência de considerar este aspecto como condicionante da inflação, no período mais recente, é o fato de a abertura ter avançado de forma significativa a partir dos anos 1990, na maioria dos países, tornando-os sobremaneira interdependentes. A novidade dentro desse tema é a ampliação do grau de abertura comercial e, principalmente, financeira verificado nas últimas três décadas. Ainda há espaço para contribuir nessa discussão, admitindo-se a hipótese de que a ampliação do grau de abertura econômica exerceu impactos significativos nas variáveis que entram na formação de preços, ao mesmo tempo em que trouxe dificuldades para o controle da inflação, diminuindo o leque de instrumentos de política econômica disponíveis para isolar a economia dos efeitos dos choques externos.

Dentro desse contexto, a presente tese tem por objetivo geral identificar os impactos da ampliação do grau de abertura comercial e financeira sobre a trajetória da inflação brasileira, no período 1999-2013. Especificamente, busca-se: i) compreender como se formam os processos inflacionários, no contexto de elevado grau de abertura comercial e financeira; ii) identificar quais foram as mudanças ocorridas nas relações comerciais e financeiras, nas últimas décadas, no Brasil, que ampliaram o grau de abertura comercial e financeira e iii) analisar as implicações da nova institucionalidade sobre o comportamento da inflação no Brasil, no período 1999-2013. Assim sendo, a tese se propôs responder a seguinte questão de pesquisa: de que forma as mudanças macroeconômicas e institucionais, decorrentes da ampliação do grau de abertura comercial e financeira – especialmente a partir dos anos 1990 – afetaram a inflação brasileira, tornando-a mais dependente do cenário externo?

Não se pretendeu, aqui, fazer uma análise horizontal dos fatores explicativos da inflação com vistas a verificar qual deles foi o mais importante para explicar seu

comportamento. O foco da tese está centrado na análise dos impactos das mudanças macroeconômicas e institucionais – decorrentes do maior grau de abertura comercial e financeira – para a evolução dos preços e da inflação. Assim sendo, a hipótese subjacente ao estudo é que, com a ampliação do grau de abertura econômica, os condicionantes externos tornaram-se mais importantes na formação de preços e processos inflacionários. Nessa nova configuração dos mercados mundiais, algumas variáveis fundamentais na formação de preços tornaram-se mais sujeitas a oscilações. A natureza volátil dos fluxos de capitais especulativos e de curto prazo, por exemplo, contribuiu para tornar o câmbio uma variável mais instável e sujeita a oscilações bruscas. Desse modo, além de a inflação estar mais sensível aos preços internacionais, o fato de a volatilidade cambial ter sido ampliada tende a agravar o efeito externo sobre os preços domésticos.

Esse aspecto institucional da liberalização tende a reforçar o canal das expectativas, não apenas por a taxa de câmbio ser flexível, mas também pelo fato de o grau de abertura ter se ampliado significativamente. Em regimes de câmbio flexível, a taxa de câmbio apresenta uma maior volatilidade. Contudo, a liberalização financeira amplia essa volatilidade, tendo em vista a possibilidade de uma movimentação intensa e abrupta no fluxo de capital. Nesse contexto, em tese, as expectativas inflacionárias e cambiais passam a ter maior importância na formação da inflação, uma vez que as incertezas em relação ao comportamento da taxa de câmbio tendem a ser ampliadas pelo aumento do grau de liberalização financeira. Isto posto, buscou-se ainda testar a hipótese de que as expectativas de inflação foram afetadas pela volatilidade da taxa de câmbio que, por sua vez, foi intensificada pela ampliação do grau de abertura financeira.

Como desdobramento das modificações trazidas pela ampliação do grau de abertura econômica, a capacidade de os governos controlarem a inflação seria, também em tese, modificada, fazendo com que os Bancos Centrais perdessem graus de liberdade na execução e cumprimento desta tarefa. As mesmas condições que sugerem uma maior sensibilidade da inflação aos fatores externos tendem a provocar uma perda de autonomia dos Bancos Centrais para, de forma mais geral, executar políticas econômicas de maneira autônoma e, mais especificamente, controlar a taxa de câmbio.

Ainda é necessário ressaltar que o ponto de partida da tese – ampliação do grau de abertura econômica – é generalizado, uma vez que as transformações verificadas, principalmente a partir da década de 1990 atingiram vários países, não se constituindo, portanto, em uma peculiaridade apenas do Brasil. Isto posto, a discussão feita na tese pode contribuir

para compreender como se formam processos inflacionários em geral, e não apenas casos específicos, em contextos de elevado grau de abertura comercial e financeira.

No que concerne ao referencial teórico, optou-se pela abordagem keynesiana da inflação, na qual o aumento no nível de preços é sempre um problema relacionado aos custos de produção e ao conflito distributivo. Assim sendo, o presente estudo foi construído sob a perspectiva teórica das abordagens heterodoxas da inflação, com foco na teoria keynesiana. Foram consideradas, aqui, como heterodoxas as abordagens que explicam a inflação como sendo, em última instância, um processo relacionado a pressões de custo, que são repassadas para os preços, e/ou decorrentes da existência de um conflito distributivo inerente à economia capitalista. A partir dessa abordagem, foram explicitadas as variáveis consideradas importantes para a formação dos preços e o modo como elas os afetam.

O ponto de partida foi a discussão da teoria da inflação de Keynes, através dos seguintes trabalhos: Keynes (1936, Cap. 21), Keynes (1939) e Keynes (1940). O primeiro trabalho oferece uma leitura para processos inflacionários “normais” que, em última instância, estão sempre associados a pressões no lado dos custos de produção. Nos dois últimos, o conflito distributivo é apontado como fonte de inflação. Em seguida, buscou-se analisar a formação de preços através de um modelo que permitisse identificar as principais forças que operam na formação dos mesmos. Nesse sentido, foram utilizados os modelos de formação de preços construídos por Kalecki (1985) e Weintraub (1961). Em ambos os modelos, os preços são formados não apenas pelos custos de produção, mas também pela margem de lucro desejada pelos empresários, *mark up*.

A teoria pós-keynesiana sobre preços e inflação também foi utilizada, uma vez que foi aqui considerada como sendo relevante para compreensão da formação de preços e processos inflacionários, em ambientes de elevado grau de abertura econômica. Apresentou-se uma tipificação da inflação proposta pelos pós-keynesianos e foi feita uma discussão sobre a alta e a hiperinflação. As principais referências utilizadas, nessa parte, foram as seguintes: Carvalho (1990), Carvalho (1995), Davidson (1978 e 1994), Eichner (1976) e Weintraub (1978). Considerou-se ainda outros enfoques – a teoria estruturalista da inflação, a teoria da inflação inercial e a abordagem do conflito distributivo – que, embora não sejam necessariamente ancorados na perspectiva de Keynes, foram considerados como sendo compatíveis com a teoria keynesiana pois, em última instância, a inflação é percebida como um fenômeno que emerge de alguma pressão nos custos. Aqui, os principais trabalhos utilizados foram: Sunkel (1958),

Furtado (1959), Rangel (1963), Bresser-Pereira (1988), Arida (1982), Nakano (1982), Bresser Pereira e Nakano (1983) e Rowthorn (1977).

Por fim, o modelo de realimentação inflacionária de Simonsen (1970) foi utilizado como síntese das teorias citadas. A presença de um componente autônomo nesse modelo – que inclui fatores estruturais, institucionais e de custos que afetam o grau de conflito distributivo – permitiu inserir variáveis fundamentais à análise aqui proposta, quais sejam: preços externos e taxa de câmbio. Tal modelo serviu de base à construção da equação teórica que foi estimada para a economia brasileira.

Feitas as devidas apresentações e considerações sobre a base teórica que norteou a construção da tese, foi realizada uma análise exploratória sobre o processo de abertura comercial e financeira no Brasil, a partir de fontes secundárias, visto que esse não é o foco do trabalho. Procurou-se, portanto, descrever o processo de abertura da economia brasileira, nas suas esferas comercial e financeira. Cabe enfatizar que não se pretendeu buscar explicações para o processo brasileiro de abertura econômica, mas apenas descrevê-lo. Como a abertura comercial e a abertura financeira são processos relativamente distintos e, até certo ponto, independentes entre si, a análise dos mesmos não obedeceu a mesma cronologia. Para a abertura comercial, o período de análise foi dividido em quatro períodos, quais sejam: 1988 a 1989, 1990 a 1992, 1993 a 1998 e 1999 a 2013. No tocante à abertura financeira, a análise foi dividida em três fases: 1987 a 1993, 1994 a 1998 e 1999 a 2013.

Em um terceiro momento, foi utilizada estatística descritiva para analisar as variáveis consideradas cruciais na relação entre inflação e setor externo. Essas variáveis foram identificadas a partir de uma adaptação do modelo de Simonsen (1970) expressa na seguinte equação:

$$\pi = (a.BC + b.\theta_D) + (c.PIN + d.TC + e.\theta_A) + (f.EX (VOL + g.\theta_E) + h.INE + i.\theta_R)$$

Onde:

a, b, c, d, e, f, g, h e *i* são constantes;

BC: Balança comercial;

PIN: Preços internacionais;

TC: Variação da taxa de câmbio;

EX: Expectativas inflacionárias;

VOL: Volatilidade da taxa de câmbio;

INE: Inércia inflacionária;

- θ_D : Outras variáveis de demanda;
- θ_A : Outras variáveis autônomas;
- θ_E : Outras variáveis que afetam as expectativas de inflação;
- θ_R : Outras variáveis de realimentação;

A partir dessa especificação foram inseridas as variáveis do setor externo consideradas como mais relevantes para a compreensão da formação de preços e processos inflacionários em ambientes de elevado grau de abertura comercial e financeira. No componente de demanda, foi inserida a variável balanço comercial. No componente de realimentação, foram consideradas as variáveis inércia inflacionária e expectativas inflacionárias. Por fim, o componente autônomo foi representado pelas variáveis taxa de câmbio e preços internacionais.

A estatística descritiva também foi usada para realizar a análise da trajetória de inflação que, por sua vez, foi feita através do acompanhamento do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), índice de inflação oficial do Brasil, e do Índice Geral de Preço (IGP). A escolha pelo IGP se deveu ao fato de este índice ser fortemente influenciado pelas variáveis externas em análise – taxa de câmbio e preços externos –, já que o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), que responde por 60% de sua composição, apresenta forte sensibilidade ao câmbio, pois os produtos importados fazem parte de sua formação.

Por fim, foi utilizado o instrumental econométrico para estimar uma equação de inflação para a economia brasileira, entre 2001 e 2013, com base na especificação do modelo de Simonsen (1970). A equação foi estimada através do modelo de Vetores Auto Regressivos Estruturais (SVAR) e do modelo Auto Regressivo de Defasagem Distribuída (ARDL).

Os dados necessários para o desenvolvimento da pesquisa foram coletados, essencialmente, na base de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do Banco Central do Brasil (BCB), do Fundo Monetário Internacional (FMI), da Fundação de Comércio Exterior (Funcex) e da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Diante do exposto e para cumprir os objetivos propostos, a tese encontra-se estruturada da seguinte forma. No capítulo II, foi apresentada a perspectiva teórica que embasou a construção e as análises feitas na tese. O capítulo III traz uma breve descrição do processo de abertura comercial e financeira da economia brasileira, a partir dos anos 1990. Os capítulos IV e V contêm a análise empírica da tese. O principal objetivo foi analisar empiricamente o

processo de formação de preços e processos inflacionários na economia brasileira, entre os anos de 1999 e 2013, com vistas a testar a hipótese de que a ampliação do grau de abertura econômica provocou mudanças na etiologia da inflação. Assim sendo, no capítulo IV, foi feito um estudo das variáveis através da estatística descritiva. Por sua vez, no capítulo V, procedeu-se a estimação de uma equação de inflação, com base na adaptação do modelo de realimentação inflacionária, a partir do modelo de Vetores Auto Regressivos Estruturais (SVAR) e do modelo Auto Regressivo de Defasagem Distribuída (ARDL). Antes da estimação, entretanto, foi feita uma revisão da literatura com o intuito de verificar qual o tratamento empírico vem sendo dado as variáveis que relacionam a inflação doméstica aos fatores externos.

Por fim, o capítulo V conclui a tese com a discussão dos resultados encontrados, ao longo dos capítulos. Nessa parte, foi feita ainda uma breve discussão sobre as implicações da nova institucionalidade para a política monetária brasileira, em especial para o Regime de Metas de Inflação (RMI), que se constitui na política antinflacionária, adotada pelo Brasil a partir de junho de 1999. A ampliação do grau de abertura econômica trouxe implicações para a política monetária brasileira, na medida em que: i) no que se refere ao controle da inflação, essa política, ao considerar a inflação como sendo um fenômeno relacionado ao lado da demanda, atua, fundamentalmente, sobre os fatores domésticos e ii) embora a taxa de câmbio seja uma variável de política econômica sobre a qual a autoridade monetária tem algum grau de influência, ela depende de uma gama de outros fatores que estão fora do controle da Autoridade Monetária. Sendo assim, é possível que o RMI não se constitua na política de controle inflacionário mais adequada para um contexto em que se verifica elevado grau de abertura comercial e financeira, combinado com um regime de câmbio flexível.

CAPÍTULO II

2. TEORIAS DA INFLAÇÃO: UMA ABORDAGEM HETERODOXA

2.1 INTRODUÇÃO

O objetivo do presente capítulo consiste em apresentar as abordagens teóricas sobre formação de preços e processos inflacionários que serão utilizadas ao longo da tese. Pretende-se identificar uma série de variáveis que serão fundamentais para explicar o comportamento dos preços e dos processos inflacionários, no contexto de maior abertura comercial e financeira. A teoria de preços desenvolvida por Keynes (1936, Cap. 21) se constituirá na principal referência, uma vez que vai ao encontro da visão de inflação que será aqui desenvolvida, qual seja: o aumento de preços resulta, essencialmente, das pressões de custos existentes na economia.

Ao longo do desenvolvimento da Ciência Econômica, novas variáveis foram surgindo para explicar o comportamento dos preços. Assim sendo, para compreender sua dinâmica nos anos recentes, além da teoria keynesiana, serão utilizadas outras abordagens heterodoxas que introduzem essas variáveis e tem como elo o reconhecimento de que a inflação está, em última instância, relacionada às pressões de custos que são repassadas para os preços. As contribuições teóricas serão apresentadas na sequência.

Keynes (1936, Cap. 21) apresenta e desenvolve a ideia de que os preços são função dos custos de produção. Kalecki (1985), por sua vez, argumenta que os preços são formados não apenas pelos custos, mas também pela margem de lucro desejada pelos empresários, *mark up*, que, a depender do grau de concorrência vigente, passa a ser uma variável de escolha. Weintraub (1961) parte do pressuposto keynesiano e usa o modelo de Kalecki para explicar o comportamento dos preços nas economias capitalistas pós anos 1950, identificando que os salários apresentam importância significativa na sua evolução. A abordagem pós-keynesiana será adotada como um importante referencial de análise para a alta e a hiperinflação (CARVALHO, 1990; CARVALHO, 1995 e DAVIDSON, 1994)¹.

¹ Para um *survey* da teoria de preços de inspiração keynesiana consultar Lee (1999).

Embora não sejam embasadas, necessariamente, no referencial teórico keynesiano as contribuições das teorias estruturalista e inercialista e da abordagem do conflito distributivo serão também analisadas, pois, entende-se que são compatíveis com a ideia de que a inflação, em última instância, emerge de alguma pressão nos custos. Portanto, tais concepções serão compreendidas como complementares à teoria de Keynes. O embrião da abordagem do conflito distributivo pode ser encontrado em Keynes (1939) e Keynes (1949). Nesses artigos, que também fazem parte da análise teórica deste capítulo, são discutidos os efeitos deletérios da inflação sobre a distribuição de renda.

Assim sendo, esse capítulo versa sobre as contribuições heterodoxas à teoria da inflação e, para atender ao objetivo proposto, encontra-se estruturado da seguinte forma: a teoria keynesiana da inflação é desenvolvida na seção 2.2. A seção 2.3 traz uma exposição do modelo de formação de preços em Kalecki. A discussão sobre a teoria de formação de preços em Weintraub está na seção 2.4. A seção 2.5 traz as considerações da teoria pós-keynesiana sobre preços e inflação. É apresentada uma tipificação da inflação proposta pelos pós-keynesianos e feita uma discussão sobre a alta e a hiperinflação. Na seção 2.6 é feita uma exposição de alguns enfoques heterodoxos compatíveis com a teoria keynesiana, quais sejam: a teoria estruturalista da inflação, a teoria da inflação inercial e abordagem do conflito distributivo. Por fim, o modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970) é utilizado como *síntese* das teorias apresentadas nas seções anteriores. A seção 2.7 sumaria e conclui o capítulo, mostrando as relações existentes entre a teoria utilizada e os propósitos da tese.

2.2 TEORIA KEYNESIANA DA INFLAÇÃO

A teoria keynesiana sobre formação de preços e análise dos processos inflacionários pode ser encontrada, essencialmente, em Keynes (1936, cap. 21), Keynes (1939) e Keynes (1940). Keynes construiu sua teoria da inflação, inicialmente, como uma crítica à teoria dominante à época – Teoria Quantitativa da Moeda² – para a qual a elevação de preços estava diretamente relacionada às condições de demanda agregada e à expansão da oferta monetária.

² Para mais detalhes sobre as versões da TQM e sobre o modelo monetarista, ver, por exemplo, Carvalho *et al.* (2007, Caps. 3 e 6), Modenesi (2005, Cap. 2), Friedman (1956 e 1968).

Keynes tratou a economia capitalista como uma economia monetária de produção, cuja principal característica é a presença da incerteza em relação ao futuro. Nesse tipo de economia, a moeda desempenha um papel fundamental, na medida em que afeta as decisões de produção e investimento que, não apenas tem impacto sobre o futuro econômico, mas dependem do que se espera desse período. Desse modo, a incerteza influencia a forma como os agentes utilizam a sua renda monetária, o que pode ter efeitos sobre a inflação. Portanto, a preferência pela liquidez e a incerteza são características regulares de uma economia capitalista e influenciam na análise de preços e processos inflacionários.

No capítulo 21, que constitui o cerne da sua teoria sobre preços e inflação, Keynes discute como estes são formados e, portanto, identifica onde são originadas as pressões inflacionárias. Seu ponto de partida é considerar que o nível geral de preços reflete, basicamente, o comportamento do nível de preços específico de cada indústria. Em cada indústria, o nível de preços depende da taxa de remuneração dos fatores produtivos que compõem o custo marginal, assim como da escala de produção. Como, “*não há motivo algum para modificar essa conclusão quando passamos à indústria em conjunto*” (KEYNES, 2009, p. 229), o nível geral de preços da economia se apresenta como função tanto da taxa de remuneração desses fatores, quanto do volume da produção e do emprego.

Ao considerar que variações na demanda efetiva atuam ao mesmo tempo sobre custos e sobre o volume de produção e emprego, Keynes introduz algumas hipóteses necessárias para estudar o comportamento dos preços, quais sejam: i) as formas de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal variam na mesma proporção que a unidade de salários; ii) os recursos dos desempregados são homogêneos e intercambiáveis, no que se refere à sua eficiência para produzir os bens desejáveis e iii) enquanto há desemprego, os fatores de produção que entram no custo marginal se contentam com o mesmo nível de salário. A primeira hipótese implica que o nível geral de preços depende, em parte, da unidade de salários e, em parte, do volume de emprego. Quando se considera a terceira hipótese, admite-se, na ocorrência de desemprego, a existência de rendimentos constantes, bem como de uma unidade rígida de salários. Segue-se que

Havendo desemprego, o aumento da quantidade de moeda não terá nenhum efeito sobre os preços, e qualquer aumento da quantidade de moeda na demanda efetiva se traduzirá por um aumento exatamente proporcional do emprego, ao passo que, tão logo se alcance o pleno emprego, a unidade de salários e os preços subirão, daí em diante, na medida exatamente proporcional ao aumento da demanda efetiva [...] Enquanto houver desemprego, o *emprego* variará proporcionalmente à quantidade de

moeda e, quando o pleno emprego é alcançado, os *preços* variarão proporcionalmente à quantidade de moeda. (KEYNES, 2009, p.230, itálico do original).

A despeito de indicar essas hipóteses, Keynes admite que existem complicações que podem interferir no curso dos acontecimentos. Primeiro, a demanda efetiva pode não variar em proporção exata à quantidade de moeda. Segundo, se os recursos não são homogêneos, à medida que o emprego aumente, rendimentos decrescentes serão verificados. Terceiro, caso os recursos não sejam intercambiáveis a oferta de determinados bens se tornará inelástica, ainda que existam recursos desempregados. Quarto, a taxa de salários apresenta tendência a subir, antes que o pleno emprego seja alcançado. E quinto, as remunerações dos fatores que entram no custo marginal não variam na mesma proporção.

A teoria dos preços, isto é, a análise da relação entre as variações na quantidade de moeda e no nível de preços, permitindo a determinação da elasticidade dos preços em relação às variações da quantidade de moeda, girará, portanto, sobre os cinco fatores de complicação. (ibid, p. 231).

À medida em que a economia se aproxima do pleno emprego de recursos, aumentos na demanda efetiva serão traduzidos em aumento do emprego e elevação no nível de preços. Todavia, a unidade de salários pode apresentar tendência de alta, mesmo antes de a economia atingir o pleno emprego. Dada a existência de um conflito distributivo entre as classes sociais, inerente ao sistema capitalista, parte de qualquer elevação na demanda agregada é destinada a atender aumentos na unidade de salários. Além do “ponto crítico” final que se atinge com o pleno emprego, há uma sucessão de “pontos semicríticos”, nos quais um aumento da demanda tende a elevar os salários, ainda que não seja na proporção exata ao aumento dos bens de consumo salariais.

Estes pontos de descontinuidade, nos quais um aumento posterior da demanda efetiva em termos de moeda pode ocasionar uma alta descontínua na unidade de salários, podem ser considerados estados de semi-inflação, apresentando certa analogia (embora muito imperfeita) com a inflação absoluta, a qual resulta de um aumento da demanda efetiva em circunstâncias de pleno emprego. (ibid, p. 234).

Keynes argumenta ainda que o custo marginal de uso aparece como um elemento importante na composição do custo marginal e pode variar em proporção diferente da unidade de salários. Tal custo está relacionado com a avaliação feita pelos empresários sobre a utilização da sua capacidade instalada, o que pode indicar a influência das expectativas sobre o comportamento de preços. Quando o emprego apresenta melhoras, o custo marginal de uso pode aumentar, uma vez que a ampliação da demanda efetiva provoca mudanças nas expectativas de substituição do equipamento em uso. É, pois, importante considerar uma média ponderada das remunerações que compõem o custo primário marginal. Essa média foi denominada de unidade de custos e pode ser considerada como padrão essencial de valor. Assim

sendo, o nível de preços será função da unidade de custos e da escala de produção e aumentará quando a produção cresce “*mais do que quando proporcional a qualquer alta na unidade de custos*” (KEYNES, 2009, p. 234). O pleno emprego é atingido, então, quando a produção se eleva ao ponto em que o volume marginal produzido por uma unidade dos fatores de produção é tão baixo que esses recursos se tornam indisponíveis.

Para explicar a variação final de preços, intermediada por uma variação na demanda efetiva, Keynes faz uso das elasticidades que seguem:

- i) Elasticidade dos preços nominais em resposta às variações da demanda efetiva em termos nominais:

$$e_p = \frac{D.dP}{P.dD} \quad (1)$$

- ii) Elasticidade dos salários nominais em resposta às variações da demanda efetiva em termos nominais:

$$e_w = \frac{D.dW}{W.dD} \quad (2)$$

- iii) Elasticidade da demanda efetiva em resposta às variações da oferta de moeda:

$$e_d = \frac{M.dD}{D.dM} \quad (3)$$

- iv) Elasticidade da oferta em resposta às variações da demanda efetiva em termos nominais:

$$e_o = \frac{D.dO}{O.dD} \quad (4)$$

- v) Elasticidade do emprego em resposta às variações na demanda, medida em unidade de salários:

$$e_e = \frac{D_w.dN}{N.dD_w} \quad (5)$$

- vi) Reação dos preços nominais às variações na quantidade de moeda:

$$e = \frac{M.dP}{P.dM} \quad (6)$$

Ao final, é possível expressar a variação dos preços nominais, decorrente de mudanças na oferta monetária, pela seguinte equação:

$$e = e_d(1 - e_e \cdot e_o + e_e \cdot e_o \cdot e_w) \quad (7)$$

Essa expressão permite analisar o comportamento de preços em qualquer economia, com ou sem expansão monetária. É válido salientar ainda que o estado de verdadeira inflação se verifica quando um aumento no volume de demanda efetiva deixa de produzir ampliação da produção, traduzindo-se, apenas, em uma alta na unidade de custos na mesma proporção do aumento da demanda. Até a economia atingir esse ponto, o efeito da expansão monetária e das variações na demanda efetiva se manifestam como uma questão de grau, provocando, em parte, uma elevação da unidade de custos e, em parte, o aumento da produção.

Uma contração da demanda efetiva abaixo do ponto crítico reduzirá o seu montante, medido em unidades de custo, ao passo que uma expansão da demanda efetiva acima desse nível, não terá, em geral, o efeito de aumentá-la em termos de unidade de custos. (KEYNES, 2009, 235).

A relação existente entre a renda nacional e a quantidade de moeda dependerá, no longo prazo, essencialmente, do grau de preferência por liquidez. Já a estabilidade de preços dependerá da velocidade do crescimento da unidade de custos, em relação à eficiência do sistema produtivo.

A questão do conflito distributivo na teoria keynesiana pode ser considerada como uma derivação do argumento original de que os preços são função do custo de produção. No artigo de 1939, *Inflação e Deflação* (KEYNES, 1939), é apresentada a ideia de inflação como decorrência do conflito distributivo entre as classes sociais e são discutidos os efeitos distributivos deletérios da inflação, ao mesmo tempo em que são examinadas as consequências de alterações no valor da moeda para as classes investidora e empresarial, para o assalariado e para a produção.

Keynes procura mostrar de que modo a inflação funciona como um efeito alterador da distribuição de renda entre as classes sociais e como esta pode influenciar o comportamento dos preços. Uma variação no valor do dinheiro e, conseqüentemente, no nível de preços só é importante para a sociedade se sua incidência for desigual entre as classes sociais. Assim sendo, à medida que trabalhadores e capitalistas almejam aumentos na sua participação na renda e esses aumentos são sancionados, haverá uma pressão nos custos que será repassada para os preços. Portanto, o conflito distributivo se constituirá em fonte de pressão inflacionária apenas na medida em que impactar os custos de produção.

Por fim, em *How to pay for the war*, Keynes (1940) procura responder a seguinte questão: como é possível financiar os gastos com a guerra de um país sem, entretanto, criar

pressões inflacionárias para a economia? Analisando especificamente o caso da Inglaterra, durante a II Guerra Mundial, Keynes busca encontrar a melhor forma de conciliar a demanda da guerra e as reivindicações do consumo privado, tendo em vista o esforço que a economia faz para gerar um excedente para reparação de guerra.

A proposta de Keynes, que foi denominada de *compulsory saving*, consistia em confiscar, temporariamente, as rendas das classes sociais com os seguintes propósitos: i) aumentar as receitas governamentais, então imprescindíveis para financiar a II Guerra Mundial e ii) contrair a demanda agregada, evitando, assim, pressões inflacionárias. Nesse ponto, de acordo com Ferrari-Filho (2005), Keynes reconhecia que em períodos de guerra, as restrições não eram de demanda – muito pelo contrário, o problema era falta de oferta. Ao final da Guerra, a *compulsory saving* seria, então, devolvida aos indivíduos.

Ainda que tenha havido reações contrárias a essa proposta, tendo em vista os sacrifícios que impunha à sociedade, a *compulsory saving* foi implementada na Inglaterra, durante a II Guerra Mundial. No curto prazo, o desaquecimento do consumo contribuiu para a estabilização do processo inflacionário, ao mesmo tempo em que proveu recursos ao governo inglês para financiar os gastos com a guerra.

Ao discutir a utilização da política fiscal como mecanismo de distribuição de renda, Keynes explicitou a possibilidade de a inflação estar diretamente vinculada às demandas das classes sociais pelo produto da economia. Em meio às restrições impostas pela implementação da poupança compulsória, as classes sociais buscaram recuperar parte de sua renda, através da utilização de instrumentos como, por exemplo, reajustes de preços e salários e aumentos na taxa de lucro dos empresários. Reconhecendo essa potencial fonte de instabilidade para os preços, Keynes sugeriu ainda que houvesse um prévio controle dos salários, por parte do governo inglês. Esse controle contribuiria para conter as pressões inflacionárias verificadas na economia inglesa, durante o período da II Guerra Mundial.

Como pôde ser visto, na teoria Keynesiana, os preços não dependem apenas da demanda agregada, estando diretamente relacionados com fatores institucionais e de custos. A tese geral é que todo aumento de preços, em última instância, decorre de pressões nos custos, indicando que processos inflacionários normais são sempre explicados pelas condições de oferta. Ademais, todo processo inflacionário possui um componente de conflito distributivo, podendo este ser o fator causador ou retroalimentador da elevação dos preços.

A demanda agregada se constitui, portanto, em uma variável secundária, na medida em que afeta a variação de preços, apenas em duas situações: se a economia estiver com baixa capacidade ociosa e/ou se a variação na demanda alterar as expectativas dos empresários em relação a seus custos futuros de produção. Nos dois casos, a variação na demanda poderá afetar os custos correntes e, conseqüentemente, impactar nos preços. Tem-se, então, uma relação indireta entre demanda agregada e preços, intermediada por custos. Isto posto, é possível afirmar que a teoria de preços desenvolvida por Keynes é, basicamente, uma teoria de custos que se desdobra na direção do conflito distributivo e da inflação expectacional.

Keynes não forneceu uma explicação específica para o fenômeno da alta inflação, pois até a década de 1970 este não era um problema característico das economias capitalistas. Como será visto adiante, os desenvolvimentos da teoria pós-keynesiana forneceram uma explicação detalhada para a alta e para a hiperinflação.

2.3 A TEORIA DA FORMAÇÃO DE PREÇOS EM KALECKI

Processos inflacionários são melhor compreendidos quando se parte de uma perspectiva que incorpora a análise de custos. Para tanto, faz-se necessário apresentar um modelo de formação de preços que permita identificar as principais forças que operam na formação dos mesmos. Nesse sentido, Kalecki (1985) e Weintraub (1961) apresentaram contribuições importantes. Nesses modelos, e na abordagem heterodoxa, de uma forma geral, o foco da inflação se encontra no mecanismo de formação de preços pelas firmas³. Nas palavras de Weintraub (1961, cap. 3, p. 41), “*in explaining the determinants of the price level we are, of course, simultaneously elaborating a theory of price level inflation [...]*”. A inflação é um fenômeno macroeconômico com fundamentos microeconômicos e, portanto, o modelo de formação de preços que será exposto a seguir deverá ser compreendido como representativo do nível geral de preços.

³ Nos artigos de Rothschild (1947) e Hall e Hitch (1939) é possível encontrar uma defesa do argumento de que preços são formados por uma regra de *markup* sobre os custos de produção. Eichner (1973) apresenta um enfoque sobre a formação de preços em oligopólio bastante próximo dos modelos de filiação keynesiana e kaleckiana que usam a desagregação “custos + *markup*”, que ajuda a compreender o comportamento das firmas em relação ao *markup*, que, por sua vez, é uma variável muito importante no enfoque expectacional pós-keynesiano e também nos modelos de conflito distributivo.

Kalecki argumenta que, no curto prazo, as alterações de preços são determinadas por modificações no custo de produção e na demanda. De forma geral, os preços dos produtos acabados são influenciados pela primeira modificação, enquanto que as alterações de preços das matérias-primas estão associadas ao comportamento da demanda. O preço dos produtos acabados também pode ser afetado por mudanças na demanda de matérias-primas, sendo essa influência transmitida via custos. “Claro está que o preço dos produtos acabados é afetado por quaisquer mudanças ‘determinadas pela demanda’ ocorridas nos preços das matérias primas, mas é através dos custos que essa influência é transmitida” (KALECKI, 1985, p. 2).

A formação de preços dos bens finais e de matérias-primas surge de diferentes condições de oferta. Para o primeiro grupo de bens, a oferta é elástica, já que existe reservas de capacidade produtiva, ou seja, quando há uma elevação da demanda, a mesma é atendida pela ampliação do volume de produção e os preços tendem permanecer estáveis. Nessas circunstâncias, as alterações de preços que possam ser verificadas serão decorrentes da variação dos custos de produção. Entretanto, para o mercado de matérias-primas, no curto prazo, a oferta é inelástica, dado intervalo temporal necessário para se ampliar a oferta de produtos agrícolas. Nesse caso, um aumento na procura estimula uma redução nos estoques e, por consequência, uma pressão altista sobre os preços que, na maioria dos casos, é acompanhada por uma procura secundária de caráter especulativo.

Para analisar a formação dos preços determinados pelo custo, ou seja, a formação dos preços dos bens finais, Kalecki supõe uma firma com dado volume de capital fixo que trabalha com capacidade ociosa e, portanto, tem uma oferta elástica. Os custos diretos por unidade produzida são estáveis e o nível de custos indiretos não exerce influência, de forma direta, na determinação dos preços. O ponto no qual a soma de custos diretos e dos lucros atinge o ponto máximo é também o considerado como o mais favorável aos lucros.

De acordo com Kalecki (1977),

[...] a maior parte da economia pode ser plausivelmente representada por um modelo muito diferente da concorrência perfeita. Cada firma numa indústria chega ao preço p de seu produto por meio de uma "adição" [mark up] a seu custo primário u - que consiste dos custos médios de salários mais os de matérias-primas - a fim de cobrir as despesas gerais e obter lucros. (Kalecki, 1977, p. 96).

Assim sendo, partindo do pressuposto de uma economia em condições de concorrência imperfeita ou oligopólio, para fixar preços a firma deve levar em consideração a média dos custos diretos e o preço das outras firmas. A política de fixação de preços pelas firmas pode ser expressa pela seguinte equação:

$$p = mu + n\bar{p} \quad (8)$$

onde: p é o preço determinado pela firma;

u é o custo direto unitário

\bar{p} é o preço médio

$m > 0$ e $0 < n < 1$.

Os coeficientes m e n – ambos positivos e n menor que a unidade – refletem o grau de monopólio⁴ da firma, evidenciando que a equação anterior retrata a formação de preços em uma estrutura de mercado semimonopolística, dada a incompatibilidade entre estabilidade dos custos unitários diretos sobre a amplitude relevante da produção com a concorrência perfeita. As variações no grau de monopólio podem ser expressas dividindo-se a equação 8 por *pelo custo unitário direto*, tendo-se:

$$\frac{p}{u} = m + n\frac{\bar{p}}{u} \quad (9)$$

É possível perceber que aumentos de m e n refletem ampliações no grau de monopólio e vice-versa. No caso em que o preço da firma é igual ao preço médio dos produtos similares no mercado ($\frac{p}{u} = \frac{\bar{p}}{u}$), tem-se $\frac{m}{1-n}$ refletindo o grau de monopólio. Para analisar a determinação do preço médio em um ramo da indústria, parte-se do caso em que os coeficientes m e n são os mesmos para todas as firmas, mas os custos unitários são diferentes. Nessas circunstâncias, a determinação do preço médio de um produto na indústria é expressa por:

$$\bar{p} = m\bar{u} + n\bar{p} \quad (10)$$

onde \bar{p} representa o preço médio da indústria e é dado por: $\bar{p} = \frac{m}{1-n} \bar{u}$.

No caso geral de formação de preços em um ramo da indústria, os coeficientes m e n são diferentes para cada firma, com \bar{m} significando a média ponderada de m pelos custos diretos totais de cada firma e \bar{n} a média ponderada de n pelas respectivas produções. A determinação de preços será dada, então, pela equação:

$$\bar{p} = \frac{\bar{m}}{1-\bar{n}} \bar{u} \quad (11)$$

Para a indústria como um todo, o preço médio é proporcional ao custo unitário médio, se o grau de monopólio permanecer constante. Caso esse grau se amplie, o preço pode se elevar em relação aos custos unitários diretos. Nos ramos da indústria, a razão entre preço médio e custo direto médio corresponde à razão entre o montante de rendimentos e o montante dos

⁴ Para uma discussão sobre a questão do grau de monopólio em Kalecki, ver: Almeida Filho(1986), Gonzáles (1987), Gontijo (1991) e Possas e Baltar (1981).

custos diretos, que varia de acordo com o grau de monopólio. No que concerne a alterações no grau de monopólio nas economias capitalistas modernas, Kalecki (1985) argumenta que se devem considerar os seguintes fatores:

[...] o processo de concentração da indústria, que leva à formação de corporações gigantescas [...] o desenvolvimento da promoção através da publicidade, vendedores, etc [...] a influência das modificações no nível de custos indiretos com relação aos custos diretos sobre o grau de monopolização [...] o poderio dos sindicatos. (Kalecki, 1985, p. 60 e 61).

Quando as firmas não possuem mais capacidade ociosa, aumentos adicionais na demanda provocarão elevações dos preços além do que foi indicado pelas considerações feitas até então. Kalecki (1985) adverte que

a firma tem que evitar que o preço se eleve demasiado com relação ao preço das outras firmas, já que se isso sucedesse as vendas se reduziriam drasticamente. É preciso, por outro lado, que o preço se torne demasiado baixo com relação à média dos custos diretos, porquanto isso reduziria drasticamente a margem de lucro. (ibid, p. 56).

Kalecki alerta ainda para o fato de que as relações descritas verificam-se no curto prazo e que, no longo prazo, m e n podem sofrer variações⁵. Se tais coeficientes permanecem constantes, as mudanças nos preços estão associadas a alterações nos custos diretos unitários decorrentes de mudanças tecnológicas que, por sua vez, só afetarão a relação entre preços e custos diretos unitários se modificar o grau de monopólio. Generalizando as observações para o conjunto da indústria, as modificações na razão entre rendimentos e custos diretos de cada ramo industrial são determinadas pelo grau de monopólio. Essa razão também reflete as mudanças na participação relativa de cada ramo da indústria.

Conforme indicado anteriormente, Kalecki argumenta que, no curto prazo, as alterações nos preços dos produtos primários estão associadas a mudanças na demanda. Tais preços se reduzem de forma significativa com a contração da demanda e se elevam com a sua expansão, sendo esta maior que a dos salários. Isso ocorre, pois os preços desses produtos caem na fase de depressão, uma vez que a demanda real cai, ainda que os salários permaneçam constantes. Ademais, a queda dos salários não poderia se igualar de forma permanente a dos produtos primários, pois reduziriam ainda mais a demanda desses bens, o que intensificaria a redução dos seus preços. “É sabido que os preços das matérias-primas sofrem flutuações cíclicas maiores que os níveis salariais” (KALECKI, 1985, p. 66). No que concerne aos preços dos produtos acabados, como foi visto, estes resultam da formação de preços nas diversas etapas de produção, de acordo com a equação:

⁵ Almeida Filho (1986) argumenta que Kalecki não mostra o caso em que os coeficientes m e n podem variar.

$$\bar{p} = \frac{\bar{m}}{1-\bar{n}} \bar{u} \quad (12)$$

Considerando o grau de monopólio como dado, os preços de cada etapa de produção são proporcionais aos custos diretos unitários que, na primeira etapa, consistem nos salários e no custo de produtos primários. Na etapa subsequente, os preços são formados levando-se em consideração os preços da etapa anterior e os salários da etapa atual, e assim sucessivamente. “Dado um grau de monopólio, os preços dos produtos acabados são funções lineares homogêneas dos preços das matérias-primas de um lado e, de outro, dos custos de mão-de-obra de todas as etapas de produção” (KALECKI, 1985, p. 68).

Kalecki foi o primeiro a introduzir o *mark up* na discussão de preços em nível macroeconômico. Porque as economias operam em concorrência imperfeita, não apenas o custo de produção, mas também a margem de lucro é considerada uma variável de escolha do empresário e pode produzir pressões inflacionárias. Portanto, as firmas fixam preços a partir de uma regra de *mark up* sobre os custos. Essa margem é dada pela diferença entre o preço e os custos diretos e expressa o poder de mercado da empresa, “refletindo em toda a sua extensão o significado do processo de formação de preços no capitalismo e, mais especificamente, em situações de mercado em oligopólio” (POSSAS & BALTAR, 1981, p. 122-123). Assim sendo, as firmas determinam o preço de duas formas: primeiro, determinam o preço em relação ao custo unitário e, em seguida, ajustam esse preço de modo que as condições de mercado indicadas por \bar{p} – média dos preços de todas as firmas ponderada por sua parcela de mercado – sejam incorporadas.

2.4 A TEORIA DA FORMAÇÃO DOS PREÇOS EM WEINTRAUB

Para Keynes, a demanda se constitui em um fator de pressão inflacionária apenas se produzir pressões sobre os custos e, ainda, se essa pressão não for arrefecida por ganhos de produtividade. Weintraub (1961) forneceu maior rigor formal para essas proposições. O autor desenvolveu um modelo de formação de preços, a partir da fixação de *mark up*, considerando as pressões crônicas de salários sobre os custos. Weintraub procura identificar e examinar os principais determinantes do nível de preços, ou seja, os elementos que impactam diretamente na formação dos mesmos. Seu ponto de partida é construir a *Wage-Cost Mark-Up Equation* (WCM), assumindo que o produto nominal da economia (Z) é dado pela seguinte equação:

$$Z = k.W \quad (13)$$

onde, Z indica o produto nominal da economia; W a massa salarial nominal; e k o mark-up sobre custos.

Considerando que o produto Z corresponde aos preços dos bens multiplicados pelas suas quantidades e que a massa salarial nominal (W) é igual ao número de trabalhadores (N) multiplicado pelo salário médio (w), tem-se que:

$$P.Q = k.w.N \quad (14)$$

Vale ressaltar que P corresponde ao nível geral de preços e Q ao produto real. Isolando o nível de preços, obtém-se:

$$P = k.w.\frac{N}{Q} \quad (15)$$

A razão $\frac{N}{Q}$ representa o produto médio por trabalhador, ou seja, constitui-se em uma medida da produtividade do trabalho. Denotando essa razão por A , a WCM pode ser escrita como:

$$P = \frac{k.w}{A} \quad (16)$$

De acordo com Modenesi, Pires-Alves e Martins (2012, p. 210), aplicando a função logarítmica em (16) e derivando em relação ao tempo, obtém-se:

$$\ln P = \ln k + \ln w - \ln A \quad .$$

$$\dot{P} = \dot{k} + \dot{w} - \dot{A} \quad (17)$$

Portanto, o nível de preços é explicado por três principais elementos: i) a evolução do *mark-up* agregado sobre custos, que é uma variável ligada diretamente a estrutura de mercado; ii) o comportamento dos salários, que se torna um fator tão mais relevante quanto menor for o nível de desemprego e iii) a evolução da produtividade do trabalho. É importante tecer alguns comentários sobre esses elementos. O salário monetário médio é a variável mais volátil e mais decisivamente relacionada com as flutuações no nível de preços, sendo responsável por parte significativa do movimento do mesmo. “*Is not at all possible to have significant price level movement without a similar associated response on the part of the wage level*” (WEINTRAUB, 1961, p. 47).

O nível de preços é positivamente relacionado com movimentos no salário nominal que, por seu turno, são condicionados por variáveis políticas e institucionais, como o grau de organização dos trabalhadores e as políticas salariais e de renda. Uma elevação nos salários, em geral, empurrará para cima o nível de preços, a menos que haja um aumento na produtividade do trabalho ou uma redução do *mark up*. Para Weintraub, caso não haja aumento de produtividade que compense os ganhos nominais da elevação dos salários, não é provável que os empresários aceitem comprimir seus *mark ups*, de modo que aumentos nominais dos salários são, quase sempre, acompanhados por elevações de preços. Sendo assim, alterações nos salários nominais refletem, principalmente, a existência do conflito distributivo inerente à economia capitalista.

“The average product term is inversely related to the price level” (WEINTRAUB, 1961, p. 52). O elemento A, como já foi dito, apresenta uma relação direta com a produtividade marginal do trabalho e se constitui em uma contribuição temporária para explicar o nível de preços. No curto prazo, a medida que o produto se aproxima do produto potencial, tal variável apresenta uma tendência de queda. Já no longo prazo, a tendência é que haja um aumento via crescimento – que ampliaria a capacidade produtiva – puxado por investimento ou por mudanças tecnológicas. Portanto a produtividade do trabalho se apresenta como *“an importante long-run price level factor making for lower prices”* (ibid, p. 53).

Dada a existência de um conflito distributivo crônico, a variável k – que representa o grau de monopólio ou *mark up* dos preços sobre o custo – não é estável. O comportamento da *“magic constant”* depende da ação dos empresários, que buscam defender a sua renda através da ampliação dessa margem, bem como de fatores conjunturais. O *mark up* pode aumentar em três situações: i) com o aumento do produto; ii) com a queda no produto – esta visão, em linha com a argumentação de Kalecki, é mais compatível com a existência do conflito distributivo, pois, dado uma queda no produto, os empresários buscariam defender sua renda real por meio de uma elevação nos preços e, portanto, na margem de lucro; e iii) com o aumento do investimento. O aumento do *mark up* – que pode acelerar a elevação do nível de preços – é limitado pelo grau de concorrência do mercado.

Isto posto, é possível concluir que, de acordo com argumentação de Weintraub, as variações de preços são percebidas como resultante de mudanças nos fatores que determinam os custos unitários do trabalho. A grande contribuição de Weintraub (1961) foi ter avançado na questão do conflito distributivo, fazendo essa discussão para o mundo pós anos 1950, marcado

pelo crescimento econômico e pela industrialização. Pode-se afirmar que ele reformulou, até certo ponto, o modelo de Kalecki (1985), chamando atenção para o fato de o mundo ter se tornado mais inflacionário. A convenção do crescimento incitou os trabalhadores a barganharem aumentos salariais, ao mesmo tempo em que serviu de estímulo para os empresários concederem esses aumentos. Tem-se, então, um espiral preços-salários e a inflação passa a ser fortemente explicada pelo aumento da participação dos trabalhadores na renda.

Entretanto, Weintraub não explicou a inflação pelo *mark up*, ou seja, apesar de reconhecer que preços são formados por custos e pela margem de lucro dos empresários, considerou que essa variável seria um resultado estável da distribuição de renda. O problema da inflação não se encontra, desse modo, na evolução do *mark up*, mas sim na elevação de salários que pressionam para cima os custos de produção. Ao considerar o *mark up* como uma variável de escolha, em uma economia marcada pela concorrência imperfeita, Kalecki e Weintraub permitiram a inserção do componente expectacional na explicação dos preços, já que essa margem poderia ser ampliada de acordo com as expectativas dos empresários sobre o comportamento dos custos.

Weintraub utilizou o argumento keynesiano – preços são formados por custos – e o modelo teórico desenvolvido por Kalecki para fazer uma discussão sobre a inflação nas economias capitalistas pós anos 1950. O que há de comum entre os modelos apresentados é, essencialmente, o reconhecimento de que preços são formados a partir de uma regra de *mark up* sobre os custos, tornando claro que o nível de preços apresenta sensibilidade a esses fatores, o que vai ao encontro do argumento de Keynes, desenvolvido na seção anterior.

2.5 TEORIA PÓS – KEYNESIANA DA INFLAÇÃO

Como pôde ser visto nas seções anteriores, a inflação é um fenômeno macroeconômico que está microeconomicamente fundamentado. A teoria de Keynes identifica a inflação como sendo resultado, essencialmente, das pressões de custos existentes na economia e, portanto, oferece uma leitura para processos inflacionários “normais” que são sempre resultado de pressões de custos. Para completar a análise aqui proposta, ainda é necessário identificar os tipos de inflação existentes na economia, bem como fazer uma discussão sobre alta e hiperinflação, em ambos os casos, a partir da visão pós-keynesiana. Nessa perspectiva, o

método de análise adotado para o estudo de processos inflacionários é o de busca de causas – identificação da origem da inflação – e elaboração de políticas específicas (SICSÚ, 2002).

Keynes, como já foi discutido, buscou desenvolver uma teoria na qual a moeda tivesse papel ativo, no curto e no longo períodos (KEYNES, 1973, CW, XIII). O conceito de economia monetária de produção foi proposto nos trabalhos produzidos em torno da Teoria Geral e a escola pós-keynesiana se propõe a desenvolver essa visão do funcionamento das economias capitalistas modernas (CARVALHO, 1988b). Em uma economia monetária de produção, economia empresarial ou economia de salário monetário a incerteza acerca do futuro verifica-se como característica essencial e, portanto, a preferência pela liquidez torna-se um comportamento regular por parte dos agentes.

A preferência pela liquidez atua sobre a inflação em um momento anterior aos custos de produção. Em situações de inflação moderada, quanto maior o grau de preferência pela liquidez dos agentes, menor será a demanda agregada e, conseqüentemente, menor a pressão desta sobre os custos. Na alta inflação, a elevada preferência pela liquidez se aloca em quase moedas e ativos reais e, combinada com a fuga da moeda, provoca elevações na taxa de câmbio e na demanda por determinados bens. Nesse cenário, a moeda perde sua função de reserva de valor e verifica-se uma tendência à inflação.

Ainda é importante apresentar uma tipificação da inflação, uma vez que se considera necessário identificar não apenas o mecanismo que impera na formação dos preços, mas também quais fatores contribuem para gerar pressões nos custos e, portanto, elevar preços. Desse modo, torna-se possível identificar as principais forças que operam na sua formação, explicitando quais as variáveis explicativas do fenômeno inflacionário, e elaborar políticas que ataquem a(s) causa(s) da inflação, e não os seus sintomas.

2.5.1. Tipos de Inflação

A teoria pós-keynesiana da inflação, assim como a teoria da *true inflation* desenvolvida por Keynes, admite a hipótese de retornos marginais decrescentes e o postulado clássico de acordo com o qual a produtividade marginal do trabalho é decrescente e igual ao salário real. Eichner (1976), Weintraub (1978), Davidson (1978 e 1994) e Minsky (1986, Cap.

11)⁶ são alguns autores que fazem parte dessa abordagem. De acordo com a abordagem pós-keynesiana, existem 7 tipos de inflação, quais sejam: inflação de demanda, inflação de salários, inflação de lucros, inflação de rendimentos decrescentes, inflação importada, inflação de impostos e inflação de choques de oferta. As seções subsequentes organizam as ideias quanto à tipificação proposta, por esses autores, para a inflação.

2.5.1.1 Inflação de Demanda

Tendo sido identificada por Keynes (1973, CW, XXIX, p.235), a inflação por excesso de demanda pode ocorrer quando a economia atinge o pleno emprego no mercado de trabalho ou da capacidade produtiva. No primeiro caso, os trabalhadores só aceitarão trabalhar por um salário real mais elevado, o que implica um aumento nos custos salariais. Tendo em vista o aumento nos custos de produção, decorrente da variação salarial, e buscando preservar sua margem de lucro, os empresários repassam essa elevação de custos para os preços. Se o aumento nos salários nominais for superior ao aumento de preços, haverá uma compressão percentual das margens de lucro – embora o volume total seja maior –, ainda que inicialmente.

Quando o hiato de emprego atinge valores nulos e o grau de utilização da capacidade instalada se eleva, caso haja aumento em algum dos componentes da demanda agregada (gastos do governo, investimento e consumo), passará a existir excesso de demanda em relação à oferta agregada e surgirão pressões inflacionárias. Atingido o pleno emprego da capacidade produtiva, um aumento da produção só seria possível, no longo prazo, com investimentos no aumento da capacidade instalada. A elevação de preços é a resultante necessária para direcionar a demanda para outros setores e representa uma ampliação no *mark up*. Uma variação positiva da demanda agregada, em termos de moeda, implicaria em uma elevação de preços na mesma proporção, sem que haja aumentos na produção. Nessas circunstâncias, “*a teoria quantitativa da moeda em sua forma rudimentar (interpretando a “velocidade” como “velocidade-renda”) satisfaz-se plenamente, porque a produção fica inalterada e os preços sobem na medida exatamente proporcional a MV*” (KEYNES, 1973, CW, VII, p. 201).

⁶ Sobre a visão Pós-Keynesiana e a tipificação proposta da inflação, ver Jorge (2012).

A teoria de preços de Keynes e dos Pós-Keynesianos admite, entretanto, que pode haver expansão dos preços mesmo quando a economia ainda opera com capacidade ociosa, sendo essa expansão caracterizada, segundo a terminologia de Keynes, como semi-inflação.

2.5.2.2 Inflação de custos

A inflação de custos pode ser definida como sendo resultado de um aumento prolongado do nível geral de preços causado pelo repasse, em algum grau, de qualquer forma de aumento de custos. As diferentes categorias indicadas a seguir diferem em relação às causas que originaram a pressão de custos. Pelo lado da oferta, de acordo com Davidson (1994), é possível definir a inflação de renda que é proveniente de elevações de custos, dado por: aumento de salários nominais, aumento ou recomposição da margem de lucro e retornos decrescentes. Estes fatores estão na origem dos três primeiros tipos de inflação que, a seguir, serão descritos.

Inflação de Salários. Segundo Davidson (1994) e Weintraub (1978), esse tipo de inflação ocorre quando há um aumento no salário nominal sem a contrapartida de uma ampliação da produtividade. Para Davidson, a preocupação dos trabalhadores é com o salário nominal relativo e a crescente disponibilidade de informações sobre os salários das outras categorias agrava a busca por recomposição dos rendimentos. Como o aumento da produtividade não é uniforme em todos os setores, o comportamento defensivo dos trabalhadores pode ocasionar aumentos de salários superiores à produtividade e provocar uma elevação dos custos de produção que pode ser repassada para os preços. O repasse contínuo das pressões salariais para os preços tem o potencial de gerar uma inflação contínua e gradual ao longo do tempo, que se torna mais grave quanto mais oligopolizada for a economia.

A existência da inflação de salários está relacionada com o poder de barganha dos trabalhadores em conseguir aumentos salariais superiores à produtividade, independente do fato de a economia ter ou não alcançado o pleno emprego. Entretanto, é mais comum que os trabalhadores tenham melhores condições de negociação quando a economia está em expansão, pois o desemprego é menor. Além disso, em momentos de melhores negócios há uma tendência maior de os empresários cederem às demandas dos trabalhadores, já que o repasse do aumento dos custos decorrente da elevação dos salários não irá gerar pressões negativas na demanda e, conseqüentemente, perda de mercado.

Davidson (1978) argumenta que a capacidade de repasse de aumentos de salários para os preços depende da “aquiescência” dos empresários e da “truculência” dos trabalhadores. A primeira é tão maior quanto mais crível for para os empresários a generalização da elevação de preços e a manutenção, pelo governo, de uma política de baixo desemprego.

In modern economies, where near full employment policies have been actively pursued by governments, the truculence of wage-earners (both collectively and individually) and the acquiescence of managers operating in rapidly growing markets has exacerbated the problem of wage inflation. (DAVIDSON, 1978, p. 34).

Em uma economia com baixo nível de desemprego, o poder de barganha dos trabalhadores é mais elevado. Nesse caso, “*a inflação de salários se torna perigosa numa economia em expansão, podendo gerar uma espiral preços-salários muito custosa à tal economia*” (JORGE, 2012, p. 27).

Para Weintraub (1961), sem aumentos na produtividade que compensem os ganhos nominais de salários a probabilidade de os empresários aceitarem a compressão dos seus *mark ups* é muito baixa e, portanto, aumentos nominais nos salários são quase sempre acompanhados de elevação nos preços. Assim sendo, essa forma de inflação é tão mais perigosa quanto menor for o hiato de emprego, apesar de poder ocorrer “*com um hiato de emprego mais elevado, desde que um grupo significativo de trabalhadores consiga obter ganhos salariais e, ainda, que os empresários não sofram pressões de demanda relevantes no seu mercado no momento da passagem dessa elevação de custos para os preços*” (SICSÚ, 2002, p.123). Faz-se, então, necessária a adoção de política de rendas que busquem controlar o conflito distributivo, materializado nas disputas por rendas, e gerar uma distribuição de renda mais compatível com o processo de expansão da economia.

Inflação de Lucros ou de Grau de Monopólio. A inflação de *mark up* é típica de estruturas de mercado com um grau de concentração elevado, pois os empresários acreditam ser possível aumentar suas margens sobre os custos, sem que isso implique em redução nas vendas e perda de mercado. Quando o aumento dessa margem é feito por muitos empresários, tem-se a inflação de lucros. Para Davidson (1978), esse tipo de inflação não pressupõe plena utilização do fator trabalho ou da capacidade instalada, podendo ocorrer quando os empresários acreditarem em mudanças na elasticidade preço da demanda.

Do ponto de vista teórico, Davidson argumenta que um aumento na margem de lucro não precisa estar, necessariamente, vinculado à expansão na demanda agregada, isto é, não há justificativas teóricas que estabeleçam que as variações no nível de *mark up* estão, necessariamente, ligadas ao hiato de emprego. Como Keynes, Davidson conclui que em

situações de melhores negócios, há uma tendência para os empresários cederem com mais facilidade às pressões salariais, já que os aumentos de custos podem ser mais facilmente repassados para os preços. Assim sendo, existe uma associação entre demanda aquecida e aumento de preços, sem perda da parcela de mercado. Caso os salários nominais permaneçam constantes, existe a possibilidade de aumentar as margens provocando elevações nos preços, o que indicaria uma inflação de *mark up* vinculada à plena capacidade, ou seja, ao aumento do *mark up* com o ciclo econômico.

Uma inflação de lucros só produziria um processo inflacionário, caso um número considerável de empresas oligopolistas adotassem a estratégia de elevação dos *mark ups* e os trabalhadores, por seu turno, reagissem no sentido de buscar a recomposição do salário real. Tal reação seria mais provável em um contexto de expansão, quando a inflação de retornos decrescentes nos setores não oligopolizados produz uma pressão altista no custo de vida e o poder de barganha dos trabalhadores aumenta, em decorrência do menor desemprego. Entretanto, se a estratégia de ampliação das margens não for adotada por um número significativo de empresas oligopolistas, na presença de trabalhadores politicamente enfraquecidos, a inflação de lucros não irá gerar, necessariamente, um processo inflacionário generalizado.

A causa do processo inflacionário pode estar associada à reação dos trabalhadores à inflação de retornos decrescentes no setor não oligopolista, bem como ao aumento da massa de lucro do setor oligopolista. O aumento de lucros pode produzir uma reação dos demais setores pela recomposição relativa dos salários e desencadear um processo inflacionário, o que evidencia a existência do conflito distributivo inerente à economia capitalista, materializada na constante busca dos pela recomposição dos seus rendimentos. Na existência de mercados mais concentrados, em que vários setores são mecanizados, verificam-se modificações na correlação de forças entre trabalhadores e empresários, de modo que a defesa das margens de lucro passa a ser um componente de maior peso na explicação da trajetória dos preços. Portanto, o potencial da inflação de lucros desencadear um processo inflacionário generalizado na economia deve ser analisado levando-se em consideração a reação dos trabalhadores e dos empresários às condições vigentes.

Inflação de Retornos Decrescentes. Tal como chamada por Davidson (1994), a inflação de retornos decrescentes tem origem na escassez de algum insumo essencial para a produção ou na escassez de mão de obra qualificada. A base desse tipo de inflação reside na

ideia de que, no curto prazo, a indústria trabalha com rendimentos decrescentes. Esse princípio marshalliano⁷, que encontra-se na Teoria Geral, informa que dados o estoque de capital e a técnica, um aumento na produção implica na contratação de trabalhadores com menor nível de qualificação. Tendo em vista que os trabalhadores são remunerados por sua eficiência, os rendimentos do trabalho serão decrescentes.

A uniformidade dos salários nas diferentes classes de trabalhadores, independente do nível de eficiência, faz com que o custo do trabalho se eleve, ainda que não se considere a eficiência dos equipamentos utilizados. Ademais, certa parte desse equipamento apresenta custo crescente, a cada unidade produzida. Com o aumento da produção, além da contratação de trabalhadores menos qualificados, ocorre também a utilização de equipamentos mais velhos e menos eficientes, evidenciando que o aumento da produção está associado a um custo crescente. Assim sendo, com base nessa hipótese e aceitando-se o postulado clássico de que o salário real é igual à produtividade marginal do trabalho, em linha com a argumentação feita por Keynes na Teoria Geral, para os pós-keynesianos um aumento na produção será acompanhado por uma elevação nos preços, mesmo que não se verifiquem variações nos salários.

A existência de pontos de estrangulamento associados à oferta inelástica de certos bens, que impossibilita o atendimento ao aumento da demanda, eleva seus preços, direcionando a demanda para outros setores. Essas zonas de estrangulamento são uma decorrência natural da ampliação da produção e vão sendo atingidas, na medida em que a economia se aproxima do pleno emprego. Quando esses limites são atingidos, provocam uma alta nos preços de algumas mercadorias que, caso se constituam em insumos para outras indústrias, contribuirá para intensificar o efeito dos retornos decrescentes.

Para Eichner (1976), a inflação de retornos decrescentes torna-se mais evidente em setores não oligopolistas, pois estes não trabalham com capacidade ociosa planejada. Davidson (1994), por sua vez, argumenta que a severidade desse tipo de inflação depende do nível de desemprego, ou seja, como as firmas operam com retornos constantes em uma faixa significativa do hiato de emprego, não é qualquer redução nesse hiato que provocará escassez de insumos ou de trabalhadores qualificados. Desse modo, tal inflação só assume importância significativa quando o hiato do emprego é muito já é baixo e sofre alguma redução. Para se

⁷Sobre os princípios marshallianos, ver Marshall (1988).

evitar a inflação de inflação, as empresas podem se proteger trabalhando com capacidade ociosa planejada e formando estoques de insumos.

Inflação de Impostos. A inflação de impostos provém de qualquer forma de elevação da carga tributária que impacte nos custos de produção e que sejam, em alguma medida, repassados para os preços. O potencial desse aumento de preços será maior quanto menor for o tamanho do hiato do emprego e quanto maior for o grau de concentração da economia.

Choques de Oferta Inflacionários. Davidson (1994) chamou a inflação decorrente de choques de oferta, que podem provocar aumento de preços, de inflação *spot* ou de *commodity*. Esse seria um tipo de inflação de curto prazo que causaria desajustes localizados entre a oferta e demanda agregada e que poderia ser evitada através da manutenção de estoques amortecedores. Choques domésticos inesperados como, por exemplo, quebras de safras agrícolas, tendem a causar aumento de custos que serão mais facilmente repassados quanto menor for o hiato de emprego e maior o grau de monopólio. Portanto, o potencial dessa forma de manifestação do aumento de preços depende do hiato de emprego e do grau de monopólio da economia.

Inflação Importada. O último tipo de inflação é especialmente importante para os propósitos desse trabalho, já que se pretende explicar a influência do setor externo sobre os preços domésticos, em um contexto de elevado grau de mobilidade de bens, serviços e capital. A capacidade do exterior de influenciar a trajetória dos preços internos dependerá de três variáveis cruciais: preços internacionais, taxa de câmbio e peso dos bens importados na composição do produto, que é uma variável estrutural. “*Depending on the degree that imports are important in the purchases of domestic residents, changes in the price of imports can affect the rate of inflation in the economy*” (DAVIDSON, 1994, p.170). Quanto maior a abertura comercial – definida como sendo o coeficiente do total de gastos com importações e o total de gastos domésticos com produtos e serviços finais, ambos medidos em moeda doméstica (DAVIDSON, 1994) – maior será a inflação importada potencial, dado que quanto maior a quantidade de produtos comprados no exterior em relação ao total de produtos adquiridos pelos residentes do país, maior será a probabilidade de uma variação nos preços dos produtos internacionais influenciarem o nível de preços domésticos.

Assim sendo, a inflação importada decorreria de aumentos nos preços internacionais de certas mercadorias, insumos ou bens finais, não compensados por movimentos na taxa de câmbio. Caso a taxa de câmbio permaneça constante, mas ocorram elevações nos preços dos

produtos importados, é possível que esse aumento seja repassado para os preços domésticos. Por outro lado, ainda que os preços externos permaneçam constantes, mas haja uma desvalorização da taxa de câmbio, a perda de valor da moeda doméstica frente à moeda externa provocará pressão altista sobre os preços. É preciso ressaltar, por fim, que o potencial da inflação importada depende tanto do hiato do emprego, quanto do grau de monopólio da economia, uma vez que elevações de preços decorrentes ou de variações na taxa de câmbio ou em virtude de aumento nos preços externos se constituem em pressões de custos que serão repassadas para os preços quanto maior for o grau de concentração e quanto menor for o hiato de emprego.

Para completar a discussão, falta ainda apresentar a visão pós-keynesiana sobre alta e hiperinflação. Como foi dito no início da seção, em uma economia monetária de produção, a sociedade é fragmentada no seu processo de decisão e os agentes tomam as decisões econômicas fundamentais sob incerteza. Para lidar com o ambiente econômico incerto, os agentes desenvolveram formas de proteção como, por exemplo, a preferência pela liquidez, a elaboração de contratos e o ajuste de *mark ups*. O estabelecimento de contratos monetários organiza o fluxo entre os agentes e reduz as incertezas individuais quanto a viabilidade e atratividade dos planos econômicos. Para que o sistema contratual possa ser viabilizado, é crucial preservar a estabilidade da moeda. Portanto, na operação de uma economia com essas características, a inflação só pode ser considerada como um desvio da normalidade, já que implica perdas e ganhos para as partes envolvidas nos contratos. Percebe-se que a confiança na estabilidade de preços e na moeda – como representação de um poder de compra estável – é fundamental para o bom funcionamento desse sistema.

A inflação é uma fonte geradora de incertezas na economia e, portanto, afeta as atividades privadas de longa duração, favorecendo as iniciativas especulativas. Um estado de alta inflação se diferencia de um processo inflacionário comum, pois as taxas de crescimento dos preços se elevam de tal forma que inviabiliza a denominação de contratos em moeda legal. Essa situação modifica a estrutura de contratos, trazendo consigo algumas inovações institucionais como, por exemplo, a indexação de contratos. Ademais, na presença de alta inflação as expectativas inflacionárias dos empresários sobre a inflação futura são incorporadas no cálculo das margens sobre o custo. Ao se constituir em um arranjo institucional frágil, a alta inflação é uma configuração de desequilíbrio, na medida em que institucionaliza o conflito distributivo entre as demandas incompatíveis com o produto disponível (CARVALHO, 1990).

Como a inflação reflete uma inconsistência entre as demandas pelo produto social – essa é a ideia da existência de um conflito distributivo inerente (e permanente) à economia capitalista – pode-se argumentar que esta resulta de uma falha de coordenação. A alta inflação, por sua vez, não remove essa inconsistência, uma vez que permite a cada grupo social colocar suas demandas pela renda da economia. Como o conflito não é resolvido, os agentes passam a buscar outras maneiras de neutralização de perdas inflacionárias, além da indexação de contratos, que podem resultar na ocorrência da hiperinflação. As fronteiras entre a alta e a hiperinflação não estão claramente delimitadas⁸. Para a abordagem pós-keynesiana, essa passagem está associada a mudanças comportamentais e no sistema de contratos.

É preciso, antes de mais nada, esclarecer que em nossa perspectiva a hiperinflação é um modo de formação de preços onde expectativas de inflação futura – que se espera convictamente seja diferente da passada ou corrente – são o principal (e virtualmente único) determinante das decisões correntes de precificação. (ibid, p. 77).

No contexto de hiperinflação, as expectativas futuras de inflação levam as firmas a antecipá-las e aumentar seus *mark ups*, intensificando a incerteza que cerca a formação de preços. A inflação passada deixa de servir como base para a formação das expectativas de inflação futura, alterando as regras de precificação da economia que passam a incluir as expectativas inflacionárias. O aspecto mais visível da hiperinflação, dadas as incertezas geradas por essa situação, é a fuga da moeda que é resultado da corrosão acelerada da função da moeda como meio de troca. Uma implicação importante da velocidade da elevação de preços é o fato de os ajustes monetários não serem feitos mais de acordo com uma cesta de mercadorias, pois se torna tecnicamente impossível produzir índices na velocidade necessária para acompanhar a aceleração de preços. Privilegiam-se, então, como sinalizadores, preços com maior sensibilidade à inflação, como a taxa de câmbio. A velocidade do aumento de preços, bem como a desintegração da economia levam a inflação a tal ponto que ela não pode ser, senão, de curta duração – contrastando com a situação de alta inflação, na qual são criados mecanismos de convivência com o aumento de preços.

Na teoria pós-keynesiana a ênfase recai sobre o comportamento *da demanda por moeda* e não da oferta de moeda em si. O comportamento do público em relação à preferência pela liquidez pode tornar-se um foco de inflação, a partir do momento em que uma economia já está submetida a um processo inflacionário, há algum tempo, o que produz uma deterioração na confiança do público na moeda. Nessas situações, há uma ampliação do grau de preferência pela liquidez, relacionada com as mudanças nas expectativas dos agentes. Paralelamente, ocorre

⁸ Cagan (1956) propõe um percentual de 50% ao mês como o início de uma hiperinflação.

uma redução da confiança na moeda como meio de suprir essa preferência, o que pode gerar uma fuga desse ativo e acelerar o processo inflacionário – pela via da demanda e não dos custos – tornando-se um foco adicional de inflação. Portanto, essa leitura teórica torna-se fundamental para a discussão aqui proposta, uma vez que explora o papel da preferência pela liquidez, do grau de confiança dos agentes e, conseqüentemente, do componente expectacional da inflação que sofreu impactos significativos com a ampliação do grau de abertura comercial e financeira.

2.6 OUTRAS ABORDAGENS HETERODOXAS DA INFLAÇÃO

A crise verificada na economia brasileira, ao longo da década de 1980, foi caracterizada, essencialmente, pela estagnação econômica e pela persistência de elevadas taxas de inflação. O aumento da taxa de inflação, que já se verificava a partir do ano de 1973, ganhou impulso significativo no início dos anos 1980. Nesse período, a recessão que caracterizou a economia brasileira tornou evidente que a taxa de inflação não estava diretamente relacionada com o nível de atividade econômica, já que esta permanecia em níveis elevados, a despeito do quadro recessivo. Ademais, as modificações que ocorreram na economia mundial, nos anos 1970, evidenciaram a elevada vulnerabilidade da economia brasileira aos condicionantes externos.

Dentro desse contexto, novas interpretações ganharam força na explicação do fenômeno inflacionário brasileiro. As contribuições mais significativas foram dadas pelas abordagens estruturalista, inercial e de conflito distributivo. Para essas teorias, a inflação era vista como um fenômeno endógeno que decorre da própria dinâmica econômica. A teoria inercialista inovou ao fornecer um novo diagnóstico e novas terapias para combater a inflação brasileira. O ponto em comum entre essas abordagens é, fundamentalmente, o reconhecimento da importância do conflito distributivo, que é inerente ao funcionamento do sistema capitalista. Embora não sejam exatamente apoiadas em Keynes, os enfoques estruturalista, inercial, expectacional – que foi analisado na seção 2.5 – e de conflito distributivo são compatíveis com a teoria keynesiana pois, em última instância, a inflação é percebida como um fenômeno que emerge de alguma pressão nos custos. Desse modo, tais teorias podem ser entendidas como complementares à teoria de Keynes, sendo partes constituintes da base teórica da tese.

2.6.1. A Teoria Estruturalista da Inflação, a Teoria Inercialista da Inflação e a Abordagem do Conflito Distributivo

A teoria estruturalista foi inaugurada pelos economistas da Comissão Econômica para América Latina Caribe (CEPAL) que foi criada, logo após a Segunda Guerra Mundial, com o propósito de contribuir para o desenvolvimento econômico e social dos países latino americanos. Os primeiros trabalhos desenvolvidos pela CEPAL buscavam fazer um diagnóstico dos problemas de cada país para que se pudesse identificar quais eram os obstáculos ao desenvolvimento da região. Sunkel (1958), Furtado (1959), Prebisch (1949 e 1964), Oliveira (1972), Tavares (1972) e Pinto (1973) se destacaram como os principais autores da tradição cepalina.

O propósito da abordagem estruturalista consistia em construir uma teoria da inflação que se adequasse às características dos países periféricos e que fosse capaz de fornecer explicações para as altas taxas de inflação verificadas nos mesmos. Assim sendo, a inflação não seria resultado de medidas inadequadas de política econômica de curto prazo, mas sim das limitações e inflexibilidades da estrutura econômica que surgiram ao longo do próprio processo de desenvolvimento econômico. Essas pressões eram ratificadas e ampliadas pelos mecanismos de propagação que asseguravam a continuidade do processo inflacionário.

Para os economistas da CEPAL, os problemas econômicos dos países latino americanos apresentavam origem estrutural e estavam vinculados ao processo de globalização que consolidou o capitalismo industrial. O sistema econômico caracterizava-se, então, pela dualidade de um *centro* desenvolvido e uma *periferia* subdesenvolvida. Para Prebisch (1949), o debilitamento do poder de compra das exportações da periferia tendia a agravar seus principais problemas econômicos. Ao examinar a evolução dos preços agrícolas e industriais em um período de 65 anos (1880/1945), o autor concluiu que havia uma nítida tendência para a deterioração das relações de troca, desfavorável para os países subdesenvolvidos, que poderia ser explicada através da teoria do ciclo. Na fase de ascensão, os preços e a renda se elevam nos países desenvolvidos, o que amplia a demanda por alimentos e matérias-primas. Como consequência, dado que os preços estão favoráveis, verifica-se uma ampliação da oferta nos países periféricos. Todavia, como a oferta de bens primários apresenta certa inelasticidade, não é possível obter, no curto prazo, todos os ganhos decorrentes da elevação de preços. Ademais, pelas mesmas razões, quando os preços começam a cair, na fase descendente do ciclo, os países subdesenvolvidos não conseguem reduzir sua oferta, acentuando a queda dos preços. Por outro

lado, nos países centrais, a oferta de produtos industriais se ajusta mais rapidamente às modificações na demanda e nos preços. Além disso, a existência de sindicatos provoca uma rigidez para baixo dos salários, evitando reduções bruscas na demanda dos produtos industriais. “*Pela troca desigual, essa pressão de custos é repassada para os preços*” (PREBISCH, 1949, p. 59).

A dependência comercial e a troca desigual implicavam, então, na transferência do excedente dos países periféricos para os centrais, impossibilitando a transferência do progresso técnico para os países subdesenvolvidos. Dessa forma, o subdesenvolvimento dos países periféricos, especialmente dos países da América Latina, estava vinculado a fatores externos e internos. No primeiro grupo, estavam os fatores decorrentes da dependência dos países periféricos aos centrais que resultava na deterioração dos termos de troca. Essa dependência era, segundo Prebisch (1949), comercial, tecnológica e financeira. Quanto aos fatores internos, estes decorriam, basicamente, da reduzida dimensão do mercado interno, da concentração fundiária e da elevada taxa de crescimento demográfico. A abordagem da dependência recebeu grande contribuição de Sunkel (1958) e Furtado (1959) que ressaltavam a interdependência entre centro e periferia, ainda que de forma desigual. A própria dinâmica dos países da periferia lhes conferia um papel subalterno na estruturação da economia mundial. Portanto, o subdesenvolvimento não poderia ser considerado um fenômeno autônomo, sendo, antes, consequência do desenvolvimento do capitalismo internacional. Esse foi o cenário identificado pela CEPAL para a maioria dos países periféricos.

Dentro dessa lógica, a inflação crônica verificada nos países da América Latina constituía-se em mais uma forma de manifestação do processo histórico de desenvolvimento e consolidação do capitalismo. Para os países latino americanos, diferente do que afirmava a teoria ortodoxa, a inflação não poderia ser vista como um fenômeno essencialmente monetário, estando vinculada a fatores reais de natureza histórica e estrutural. A inflação apresentava causas não monetárias relacionadas à formação e estruturação histórica dessas economias, que se manifestavam por meio da restrição de oferta e das pressões de custos. A inflação na América Latina deveria, então, ser considerada, analisada e explicada levando-se em consideração as transformações estruturais associadas ao desenvolvimento econômico da região (MODENESI, 2005, Cap. 4).

A teorização mais representativa dessa concepção sobre inflação foi desenvolvida por Sunkel (1958), que discutiu a experiência chilena. Para o autor, a teoria convencional oferecia

uma visão simplista e superficial para a interpretação do caso chileno e dos demais países em semelhante grau de desenvolvimento, parecida estrutura econômica e comparável evolução histórica. A inflação não ocorre no vácuo, mas sim dentro do marco histórico, social, político e institucional do país. No caso dos países subdesenvolvidos, as fontes subjacentes de inflação estão associadas aos problemas básicos do desenvolvimento e nas suas características estruturais. Deve-se, pois, analisar a interdependência existente entre o processo de crescimento e o fenômeno inflacionário para que se possa desenvolver um instrumental analítico capaz de analisar os fatores fundamentais e os secundários da inflação, bem como seus mecanismos e características, dentro do marco das condições econômicas e estruturais dos países da América Latina. Dada a natureza complexa dos mecanismos que interferem na inflação, constitui-se em tarefa fundamental identificar os elementos causais que são primordiais e os que são secundários, de modo a possibilitar o esboço de um esquema metodológico para analisar a inflação nos países periféricos.

Ao desenvolver seu método de análise para a inflação, Sunkel argumenta que o estudo desse fenômeno pode ser reduzido a dois aspectos fundamentais, quais sejam: a identificação e a classificação dos diversos elementos e categorias que intervêm no processo inflacionário. Feito isso, identifica-se as diversas pressões inflacionárias para depois analisar os mecanismos de propagação. Ambos os tipos de fatores se constituem em categorias lógicas diferentes. Apesar de serem os aspectos mais visíveis da inflação, os mecanismos de propagação não podem ser causadores do aumento de preços, mas podem contribuir para mantê-lo e conferir um caráter cumulativo.

Sunkel caracteriza as pressões inflacionárias em, pelo menos, três categorias diferentes, a saber: pressões inflacionárias básicas e estruturais, pressões inflacionárias circunstanciais e pressões inflacionárias cumulativas ou induzidas pelo próprio processo inflacionário. No primeiro grupo, encontram-se as limitações, rigidezes ou inflexibilidades estruturais do sistema econômico que se traduzem na incapacidade de alguns setores produtivos para atender a alterações na demanda. O deficiente funcionamento do sistema de preços e a escassa mobilidade dos recursos produtivos são as principais fontes geradoras dos desequilíbrios inflacionários estruturais. A escassa mobilidade dos fatores – característica dos países menos desenvolvidos – impede que a estrutura produtiva interna se adapte imediatamente a modificações no padrão da demanda global. Como existem limitações à importação – dada a inelasticidade e a instabilidade da capacidade para importar – para atender a ampliação da demanda, surgem pressões básicas na economia que produzem uma tendência à formação de

déficit na conta corrente que, por sua vez, pressiona a desvalorização do câmbio, encarecendo as importações e elevando os custos internos de produção. Além disso, é possível verificar a existência de estrangulamentos específicos na oferta de bens e serviços, por exemplo, no setor de energia e transportes. A insuficiência de matérias-primas e bens intermediários, bem como de certos tipos de mão-de-obra qualificada também contribuem para gerar pressões inflacionárias.

As pressões inflacionárias estruturais decorrem, basicamente, da redução da disponibilidade de alimentos frente ao aumento da demanda e da incapacidade da economia tanto para ampliar o poder de compra das exportações, como para diversificá-las. A deficiência na taxa de acumulação de capital e as deficiências no sistema tributário contribuem para gerar pressões inflacionárias estruturais. Tais pressões se constituem nas causas últimas da inflação, sem a eliminação das quais não é possível conseguir a estabilidade.

As pressões inflacionárias circunstanciais se traduzem em aumento dos preços das importações e aumentos dos gastos públicos determinados, por exemplo, por uma catástrofe nacional. Tais pressões estão sempre latentes na economia, cabendo a política econômica tentar impedir sua propagação. Por fim, as pressões inflacionárias cumulativas são aquelas induzidas pelo próprio processo inflacionário e que tendem a acentuá-lo. A magnitude destas pressões é função crescente da extensão e do ritmo da própria inflação. De acordo com Sunkel (1958, p. 294), “*las deplorables distorciones del sistema de precios, la ineficiente orientación de la inversión por actividades, los efectos del controle de precios y la deformación de las expectativas económicas*” são exemplos desse último tipo de pressão inflacionária.

Os mecanismos de propagação, como já foi dito, são o aspecto mais visível da inflação, embora não se constituam em sua causa. As pressões inflacionárias não se materializam em um processo violento e permanente de expansão monetária e ascensão do nível geral de preços, se não existir um eficiente mecanismo de propagação de tais pressões. O conflito distributivo aparece aqui como importante fator de propagação da inflação, pois, para defender sua participação na renda, os diferentes setores ou grupos econômicos buscam reajustar seu investimento ou gasto real relativo. Os assalariados, via reajuste dos salários; os empresários, via alta de preços e setor público, via aumento dos gastos fiscais e impostos, todos os grupos da comunidade pretendem se favorecer às custas dos grupos restantes, sem conseguir nunca uma vantagem permanente. Nesse caso, quando há a generalização do aumento de preços para defender a renda, instaura-se o processo inflacionário.

Em síntese, para Sunkel, a inflação é um fenômeno intrinsecamente vinculado ao processo de desenvolvimento dos países periféricos, no qual as pressões inflacionárias são decorrência do aumento do custo de produção pelos fatores supracitados. Dessa forma, a inflação apresenta caráter endógeno, sendo resultado de fatores estruturais e da própria dinâmica de transformação e crescimentos das economias latino americanas (MODENESI, 2005, Cap. 4).

No caso do Brasil, Rangel (1963) apresentou a tese do caráter endógeno da moeda e argumentou que a inflação seria um mecanismo de defesa da própria economia contra a recessão – causada pela crônica insuficiência de demanda – que era endógena ao sistema econômico. Para ele, a economia brasileira apresentava uma insuficiência crônica de demanda causada pela distribuição de renda excessivamente concentrada que, por sua vez, encontrava sua causa na estrutura fundiária fundada nas grandes propriedades e no excesso de oferta de mão-de-obra. A má distribuição de renda resultava em uma baixa propensão a consumir que provocava capacidade ociosa em diversos setores da economia. Portanto, a inflação brasileira deveria ser encarada como inflação de custos médios e como um mecanismo de defesa da economia.

Para Rangel, a inflação brasileira se acelerava nos momentos de desaceleração da economia: “quando o país entra em recessão, os preços disparam para cima; quando o país retoma o crescimento, os preços caem” (RANGEL *apud* MODENESI, 2005, p. 271). Isso acontecia, pois de um lado, as grandes empresas, em especial aquelas que controlam a comercialização de bens agrícolas, organizam-se em oligopólios, elevando seus preços como forma de defender seus lucros da insuficiência crônica de demanda. Como a demanda por tais produtos é inelástica, as empresas manipulam a oferta de modo a impor aos consumidores preços mais elevados. Sendo assim, verifica-se uma inflação de custos que decorre, em última instância, do poder de monopólio ou oligopólio das empresas para defender seus lucros. No momento subsequente, esse processo se estenderia para os demais setores da indústria e dos serviços. Tal inflação foi denominada por Rangel de *mark up inflation* e se constituía em fator de manutenção da inflação, mas não era, unicamente, a sua causa.

No que concerne ao caráter endógeno da oferta de moeda, Rangel inverteu o que ele denominou de “ilusão monetária”, ou seja, a ideia e que a inflação encontra sua causa na expansão monetária. A expansão da moeda seria, antes, induzida pela variação de preços, o que se constitui em uma inversão da Teoria Quantitativa da Moeda, segundo a qual a causalidade vai do estoque monetário para o nível de preços. Dessa forma, a economia não passaria por um

ajuste recessivo, na medida em que a inflação induz a uma expansão monetária que impede a redução da renda real. Nessas circunstâncias as empresas pressionam o sistema bancário para recompor sua liquidez, dado o financiamento do aumento da retenção de estoques, e o sistema bancário repassa essa pressão para a autoridade monetária que, por sua vez, expande os meios de pagamento. Em outras palavras, a alta de preços induz a emissão monetária. A inflação era, então, o meio utilizado para se “evitar passar pelo purgatório recessivo” (MODENESI, 2005, p. 270). A autoridade monetária expandiria a oferta de moeda na tentativa de impedir a retração da demanda.

Assim como para a tradição estruturalista, para Rangel, a inflação é endógena ao sistema econômico e resulta de um duplo processo. Em um primeiro momento, as empresas oligopolistas de produtos agrícolas remarcam preços para defender seus lucros, frente à insuficiência de demanda. Como consequência, as empresas industriais e de serviços também elevam seus preços, generalizando o processo inflacionário e evidenciando que a inflação é um mecanismo de defesa de produtores e vendedores, constituindo-se em uma pressão de custos, do lado da oferta. No segundo momento, a inflação é o mecanismo que atua no sentido de impedir que a insuficiência crônica de demanda se traduza em uma crise de proporções mais elevadas.

Rangel (1963), forneceu uma contribuição original ao inverter a causalidade – defendida pelos discípulos do monetarismo – da relação entre variação de preços e expansão monetária, ao mesmo tempo em que argumentou que a inflação seria um mecanismo de defesa da própria economia contra a recessão. Dadas as particularidades de uma série de problemas considerados estruturais, característicos dos países latino americanos, as medidas ortodoxas de inspiração monetária, destinadas a conter a inflação, tiveram a sua eficácia, no mínimo, questionada.

A teoria inercialista da inflação surgiu, na América Latina, no início anos 1980, tendo sido resultado da contribuição de diversos autores. De acordo com Bresser-Pereira (1989), tal teoria foi desenvolvida por dois grupos de economistas, a saber: o grupo da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, cujos trabalhos basilares são Arida (1982, 1984), Bacha (1982, 1987), Lara Resende (1984, 1989), Lara Resende e Arida (1984), Lopes (1984a, 1984b) e Modiano (1983), e o grupo da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, que tem Bresser Pereira (1981), Nakano (1982), Bresser Pereira e Nakano (1983, 1984a, 1984b) como principais representantes.

A teoria da inflação inercial também recebeu contribuições advindas do exterior. Ainda na década de 1970, Pazos (1972) publicou um livro nos Estados Unidos que continha muitas das ideias sobre inflação crônica e inercial. Eckstein (1981) buscou explicar a inflação americana por meio de três componentes, os choques de oferta, a componente de demanda e o *core inflation*, que se aproximava do conceito de inércia inflacionária. Ademais, na teoria estruturalista da inflação de Sunkel (1957) já estava presente a ideia da propagação de um aumento inicial de preços. Por outro lado, Simonsen (1970), ao desenvolver seu modelo de realimentação inflacionária – que será analisado na seção 2.6.4 –, foi pioneiro na literatura brasileira ao utilizar o conceito de inércia para explicar o comportamento da inflação.

A despeito de se distinguir da teoria estruturalista, a teoria da inflação inercial apresenta com esta um ponto em comum ao reconhecer a importância dos efeitos distributivos da inflação, considerando-os como principal obstáculo à estabilização. Para Modenesi (2005, Cap. 4), a concepção inercialista pode ser compreendida como um desdobramento ulterior da teoria desenvolvida pelos economistas da Cepal. Bresser-Pereira (1989, p. 3) considera que a teoria da inflação inercial se constitui na última e, talvez, na mais sofisticada manifestação da teoria estruturalista da inflação. Ainda em 1979, Francisco Lopes já havia estabelecido, mesmo que de forma indireta, a filiação entre ambas as teorias, ao assinalar o caráter neo-estruturalista do modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen.

Na década de 1980, contrariando os resultados que eram esperados ao se aplicar a terapia proposta pela teoria ortodoxa – ajuste fiscal e política monetária restritiva – para a qual a inflação era resultado do excesso na emissão de moeda e do elevado déficit público, a inflação brasileira permanecia em patamares elevados. Apesar da recessão verificada em 1983 e do ajuste fiscal, implementado nesse mesmo ano que levou o déficit público para níveis próximos a zero, a inflação continuava sua trajetória ascendente, estabilizando-se em patamares elevados. Nesse contexto, verificou-se a falência tanto do diagnóstico quanto do tratamento oferecidos pela teoria convencional para tratar o fenômeno da inflação. Nesse vácuo teórico, a abordagem inercialista da inflação, consolidou-se em um rápido amadurecimento de ideias.

Para os inercialistas, fazia-se necessário explicar o porquê de a inflação permanecer estável, por vários anos, em patamares elevados, mesmo que não estivesse sendo verificado excesso de demanda. Explicar a tendência da elevação de preços, requeria, portanto, uma teoria que identificasse os mecanismos ou fatores que atuam sobre os mesmos. A ideia era que a causa principal da inflação presente seria a existência de conflitos distributivos que, por sua vez, se materializavam na inflação passada. Assim sendo, o cerne da concepção inercial sobre a

inflação consistia no reconhecimento de que, em ambientes de inflação crônica, os agentes adotam posturas defensivas na formação de preços e salários com o propósito de recompor o seu rendimento real.

Bresser-Pereira e Nakano (1984) buscaram distinguir as causas primárias da inflação dos fatores que a sancionam, identificado três grupos de fatores: os que causam a aceleração ou desaceleração da inflação; os de inércia que permitem a manutenção do patamar inflacionário e os que sancionam o aumento dos preços.

Fatores aceleradores da inflação. Bresser-Pereira e Nakano (1984) identificaram cinco fatores aceleradores ou causadores da inflação, a saber: i) o aumento dos salários médios reais superiores ao aumento da produtividade; ii) o aumento das margens de lucro pelas empresas; iii) as desvalorizações reais da moeda; iv) o aumento do custo dos bens importados e v) o aumento dos impostos. Em uma economia aberta, deve-se considerar o efeito causado pelas variações nos preços das matérias-primas importadas, em moeda nacional, e pela variação da quantidade importada de matéria-prima, visto que ambas impactam no nível geral de preços e se constituem em importantes fatores aceleradores. Quando a variação no preço das matérias-primas é decorrente de um aumento do seu preço em moeda estrangeira, tem-se o fenômeno da inflação importada. Assim sendo, a aceleração da inflação, em última análise, estaria vinculada à existência do conflito distributivo e de pressões geradas no lado dos custos de produção.

Fatores mantenedores da inflação. No que concerne aos fatores mantenedores, os autores argumentaram que o conflito distributivo entre os agentes econômicos era, por excelência, o principal responsável pela perpetuação do patamar de inflação. Em seu esforço para manter a participação na renda, os agentes aumentam os preços, de forma defasada e alternada, para fazer frente à inflação passada. Essa situação de inércia seria materializada pela existência de mecanismos formais e informais de indexação. Sendo assim, dado o caráter da inflação brasileira, a utilização dos instrumentos tradicionais de controle da demanda agregada e dos gastos públicos não lograria êxito no controle de preços. Os fatores mantenedores da inércia inflacionária aproximam-se do que Simonsen (1970) denominou de componente de realimentação inflacionária.

Fatores sancionadores da inflação. Por fim, o aumento na quantidade nominal da moeda e o déficit público se constituem nos principais fatores que sancionam a inflação. Na medida em que sanciona o aumento de preços, a expansão monetária não se constitui em causa, mas sim em uma consequência da inflação. Assim como em Rangel (1963), para os

inercialistas, a direção da causalidade entre o aumento na quantidade de moeda e a inflação é o inverso daquela proposta pelos monetaristas. “*A expansão monetária simplesmente acompanha a elevação dos preços, transformando-se em uma variável endógena do sistema*” (BRESSER-PEREIRA E NAKANO, 1984, p. 66). O aumento na quantidade de moeda terá efeitos inflacionários apenas se provocar ampliações nas margens de lucros ou nos salários, nos setores nos quais haja estrangulamento da oferta. No que concerne ao déficit público, a existência da inflação inercial exige uma elevação na oferta monetária e esse fato torna-se um *incentivo* ao financiamento inflacionário dessas despesas, via ampliação do déficit do governo.

Em síntese, para a teoria inercialista, a inflação é vista como um fenômeno essencialmente real, que apresenta consequências monetárias, e torna-se resultado do conflito distributivo entre as classes sociais. Embora o diagnóstico para a inflação fosse o mesmo, os inercialistas divergiam quanto ao receituário que deveria ser utilizado para promover a desindexação da economia brasileira. Para Lopes (1984a e 1984b), que desenvolveu a proposta do choque heterodoxo, a desindexação deveria ser promovida por meio do congelamento de preços, como forma de eliminar a inflação inercial.

Por outro lado, Lara- Resende (1985a) e Arida e Lara-Resende (1986) rejeitaram a proposta do choque heterodoxo e defenderam que a inflação inercial deveria ser eliminada com a adoção de uma nova moeda. Para os autores, a eliminação da inércia inflacionária deveria ocorrer sem a intervenção do Estado, que se materializava no congelamento de preços. Formularam, então, a proposta “Larida” de reforma do sistema monetário. O ponto de partida de ambas as propostas – choque heterodoxo e proposta “Larida” – era o diagnóstico de que a inflação brasileira era caracterizada, essencialmente, pela presença do componente inercial. Além disso, o choque heterodoxo também previa uma reforma monetária. Portanto, a principal diferença entre essas abordagens residia na forma de eliminação da inflação.

A proposta do choque heterodoxo foi incorporada nas tentativas de erradicação da inflação brasileira, materializadas nos Planos de Estabilização, que, juntamente com outras medidas, adotaram algum grau de congelamento de preços. Esses planos – Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991) – diagnosticaram a inflação brasileira como sendo inercial e adotaram medidas inspiradas no choque heterodoxo. Entretanto, a inflação brasileira só foi de fato debelada em meados da década de 1990, com a implementação do Plano Real (1994)⁹, que foi inspirado na proposta “Larida”. O combate à

⁹ Castro (1999) contém uma explanação detalhada sobre os fundamentos teóricos do Plano Real.

inflação ocorreu, então, em três momentos distintos. Primeiro foi realizado um ajuste fiscal com vistas a controlar o déficit público, para evitar pressões inflacionárias via desequilíbrios orçamentários; segundo, buscou-se eliminar a componente inercial da inflação pela indexação total da economia através da criação de um indexador único, a Unidade real de valor (URV); por último, realizou-se uma reforma monetária que introduziu o real em substituição a URV.

A teoria da inflação inercial se constituiu em uma interpretação original para o fenômeno inflacionário brasileiro da década de 1980. Ao considerar a importância dos efeitos distributivos da inflação, tal teoria aproxima-se da concepção estruturalista podendo ser considerada como um posterior desdobramento desta. A teoria inercialista foi, portanto, de grande importância para as formulações de políticas monetárias no Brasil – que os anos 1990 proporcionaram a estabilização de preços – e representou um grande avanço para o pensamento econômico, na medida em que representou uma nova forma de explicar a inflação, com diagnóstico e receituário diferentes do enfoque ortodoxo predominante à época, admitindo a possibilidade teórica da inflação como um fenômeno vinculado a pressões de custo.

As teorias estruturalista e inercialista da inflação tem como principal ponto em comum o reconhecimento da importância dos efeitos redistributivos da inflação. No final dos anos 1950, Celso Furtado já enfatizava a relevância desse aspecto do processo inflacionário, identificando-o como o fator que torna mais difícil a estabilização de preços. Furtado (1959) formulou contribuições importantes para a formação do pensamento estruturalista, tendo em vista, entre outras coisas, o fato de ter argumentado que a inflação brasileira encontra-se diretamente relacionada à forma de inserção externa da economia, caracterizada pela elevada vulnerabilidade aos desequilíbrios externos.

Para Furtado (1959, p. 262), a inflação “*é fundamentalmente uma luta entre os grupos pela redistribuição de renda real e a elevação do nível de preços é apenas uma manifestação exterior desse fenômeno*”. Assim sendo, embora a elevação de preços se constituísse na manifestação mais visível da inflação, ela apresentava ainda efeitos que não eram estritamente monetários. A partir disso, o autor jogou luz sobre os efeitos do processo inflacionário que vão além da esfera monetária e se refletem no lado real da economia, quais sejam: a redistribuição da renda real, o incentivo ao investimento privado e o estímulo ao crescimento econômico.

O estudo do processo inflacionário deve, necessariamente, envolver dois problemas fundamentais, a elevação do nível de preços e a redistribuição de renda. A inflação, então, não se apresentava apenas pelo lado monetário, como queriam os discípulos de Friedman, uma vez

que o seu aspecto monetário – materializado na expansão da renda monetária – é apenas “o meio pelo qual o sistema procura redistribuir a renda real com o fim de alcançar uma nova posição de equilíbrio” (FURTADO, 1959, p 260).

O principal impasse para a estabilização de preços seria, então, eliminação dos efeitos reais da inflação, ou seja, a neutralização dos seus efeitos redistributivos. Ao usar o conceito de “inflação neutra”, Furtado estava se referindo a uma situação em que a mudança nos preços não provocasse alteração na renda real, mantendo inalterada a participação dos agentes. Posteriormente, essa noção foi retomada pelos inercialistas que também enfatizaram que o conflito distributivo se constituía na principal dificuldade para se eliminar a inflação inercial.

Ao longo dos anos 1970, foram desenvolvidos modelos que buscavam explicar a inflação através da *abordagem do conflito distributivo*. Esses modelos apresentam afinidades com a visão keynesiana, uma vez que consideram que a inflação está relacionada, em última instância, com problemas no lado dos custos e o conflito representaria uma tentativa de repasse das pressões de custos de uma classe para outra.

Rowthorn (1977) desenvolveu um modelo que pode ser considerado uma formalização da visão pós-keynesiana para a qual a questão distributiva também é determinante para a inflação. Ao considerar o conflito como intrínseco ao capitalismo, o autor busca explicar como o nível geral de preços é afetado pela inconsistência distributiva. Na economia capitalista, a inflação pode incrementar o lucro dos capitalistas, reduzindo o poder real de compra dos outros rendimentos, inclusive dos salários recebidos pelos trabalhadores. Todavia, para exercer efeitos redistributivos, a inflação não pode ser plenamente prevista pelos agentes econômicos. Nesse modelo, tanto o setor estatal como o setor externo estão protegidos da inflação, uma vez que sua renda não é afetada pela variação dos preços domésticos. Isto implica que “*capitalists cannot raise their profits at the expense of the state or foreigners, and any redistribution caused by price changes is always at the expense of workers*” (ROWTHORN, 1977, p. 216).

A economia é dividida em dois setores, o privado e o estatal, cujas fontes de financiamento são a tributação e os empréstimos. O setor privado, que é composto por duas classes – capitalistas e trabalhadores –, produz bens e serviços e adquire ainda bens e serviços dos fornecedores estrangeiros que são usados como insumos na produção. Tanto o volume de importação, necessário à produção de uma unidade de produção, quanto o produto por trabalhador são constantes. A renda bruta produzida pelo setor privado está sujeita a quatro reivindicações, quais sejam: o Estado, na forma de impostos; o pagamento dos custos de

importação aos fornecedores estrangeiros; os trabalhadores que recebem seus salários após terem sido pagos impostos ao setor estatal e a parcela de lucro dos capitalistas domésticos. A parcela da renda do setor privado que é absorvida por impostos é denominada T e quantia que é destinada a pagar os custos de importação – determinada exogenamente – é representada por F . Assim sendo, a parcela da renda que pode ser dividida entre trabalhadores e capitalistas é dada pela equação 18. É válido salientar que não há mecanismos para garantir que essa fração da renda será suficiente para cobrir as reivindicações de ambas as classes.

$$1 - T - F \quad (18)$$

Os trabalhadores reivindicam por seus salários, buscando melhorar seu padrão de vida e os capitalistas, concordando com os aumentos de salários, estabelecem os preços de modo a alcançar determinada taxa de lucro. O preço determinado pelo capitalista pode comprometer o salário real, ocasionando um conflito entre a política de preços capitalista e o que foi acordado nas negociações salariais. Por sua vez, a parcela salarial – denominada de W^n – é determinada considerando a inflação futura com o propósito de garantir alguma renda real para os trabalhadores. Assim sendo, a parcela da renda dos capitalistas – Π^n – é dada por:

$$\Pi^n = 1 - T - F - W^n \quad (19)$$

As parcelas Π^n e W^n constituem o que capitalistas e trabalhadores recebem, se os preços se comportarem como o esperado. Supondo ainda que o setor privado busque alcançar uma parcela alvo da renda – Π^* – por meio da política de preços, após ter estabelecido Π^n nas negociações com os trabalhadores, haverá na economia duas parcelas de lucro potencialmente distintas. Se forem idênticas, não haverá conflito e a parcela de lucro almejada pelos capitalistas corresponderá à mesma que foi negociada. Dessa forma, a extensão do conflito distributivo será dada pela diferença entre o lucro negociado e aquele que é almejado pelo capitalista.

$$A = \Pi^* - \Pi^n \quad (20)$$

Substituindo 19 em 20, encontra-se o hiato de aspiração que poder ser positivo ou negativo e indica até que ponto os objetivos da política de preços dos capitalistas são compatíveis com as demais reivindicações do setor privado.

$$A = \Pi^* - W^n + T + F - 1 \quad (21)$$

Prosseguindo, para montar uma equação de preços Rowthorn faz algumas suposições:
i) a fixação dos salários ocorre de forma simultânea em toda a economia através de negociações

que ocorrem em quantidades determinadas, a cada ano, e não se modificam até que ocorra a próxima negociação; ii) quando ocorrem as negociações salariais, capitalistas já conhecem a parcela da renda absorvida pelo Estado e pelo setor externo ($T + F$). Essa fração da renda, como já foi argumentado, não sofre influência da inflação doméstica, pois as transações no comércio internacional são feitas em moeda estrangeira e os preços mundiais são determinados antes das negociações. A taxa de câmbio é ajustada, continuamente, para compensar os diferenciais de inflação doméstico e externo. Além disso, aumentos na renda do governo são realizados por meio do estabelecimento de um imposto proporcional e uniforme que é cobrado de todas as classes e anunciado antes que ocorra a negociação. Desse modo, os capitalistas não podem alterar as parcelas de renda do Estado e do setor externo e qualquer distribuição da renda em favor dos mesmos será feita às expensas dos trabalhadores.

Os acordos salariais, como foi dito, levam em consideração a inflação futura. Supondo ainda que tais acordos estejam baseados na suposição de que a inflação futura subirá Θ^a , se isso de fato ocorrer, os trabalhadores receberão W^n e os capitalistas, Π^n . Para construir a equação de preços, resta ainda especificar a rapidez da resposta dos capitalistas a mudanças nos custos e nos impostos. É necessário supor que Θ é o montante pelo qual os capitalistas ajustam os preços, imediatamente após as negociações particulares. Esse montante é dado por:

$$\Theta = \beta (\Pi^* - \Pi^n) + \Theta^a \quad (22)$$

Essa equação, na qual β é uma constante positiva, informa que os capitalistas elevam os preços, em parcela maior ou menor que o montante previsto, dependendo do fato de sua parcela alvo ser maior ou menor do que a que conseguiram na negociação com os trabalhadores. Caso o acordo salarial permita aos capitalistas o lucro que procuram, os preços serão elevados exatamente no montante previsto. Como ocorrem y negociações por ano, a taxa anual de inflação é dada por:

$$p = y \cdot \Theta \quad (23)$$

Assim sendo, os aumentos de preços que são previstos na negociação salarial equivalem à seguinte taxa de inflação anual:

$$p^a = y \cdot \Theta^a \quad (24)$$

Substituindo as equações 23 e 24 na equação 22, obtém-se:

$$p = y\beta (\Pi^* - \Pi^n) + p^a \quad (25)$$

Reescrevendo a equação 25, encontra-se:

$$p = \lambda \cdot A + p^a \therefore \lambda = y\beta \quad (26)$$

Como a inflação não prevista corresponde à diferença entre as altas de preço que efetivamente ocorrem e as que foram previstas nas negociações, a taxa anual de inflação não prevista pode ser escrita como:

$$p^u = p - p^a \quad (27)$$

Substituindo a equação 26 na equação 27, obtém-se a equação de preços de Rowthorn:

$$p^u = \lambda \cdot A \quad (28)$$

Da equação 28, infere-se que a taxa de inflação não prevista depende do grau em que a política de preços capitalista conflita com o que foi acordado, que é dado pelo termo A , e da rapidez com que ocorrem os ajustes de preços e salários. Se $\lambda > 0$, a inflação não prevista é positiva quando a parcela de lucro almejada pelos capitalistas é superior a que foi negociada ($A > 0$); por outro lado, será negativa quando os capitalistas buscam obter um lucro menor o que a parcela acordada ($A < 0$).

O hiato de aspiração é, portanto, determinado pela força de mercado dos capitalistas e trabalhadores e da disposição das classes em utilizar esse poder para alcançar a parcela desejada da renda. Os trabalhadores usam sua força para obter aumentos salariais e os capitalistas respondem, então, com aumento de preços para recompor sua margem de lucro. Como consequência, o hiato é grande e afeta a inflação. Em outras palavras, a inflação é determinada pela existência e força do conflito distributivo. Entretanto, a inflação também é determinada pela estrutura de mercado, pois *“if, at the same time, product markets are dominated by a few giant firms or cartels, then capitalists may pursue an aggressive pricing policy designed to obtain a high share of income for themselves”* (ROWTHORN, 1977, p. 219).

Nesse modelo, a demanda exerce um papel fundamental, na medida em que é um fator que limita o poder de mercado das classes, facilitando ou dificultando o aumento de salários e de lucros. Dessa forma, a demanda atua como regulador do conflito distributivo, impondo uma disciplina ao setor privado. A existência de um excedente de mão-de-obra enfraquece o poder de barganha dos sindicatos, tornando os trabalhadores mais aquiescentes; quando esse excesso é reduzido, amplia-se a capacidade de os sindicatos negociarem aumentos salariais. A parcela salarial negociada é, portanto, função da demanda por mão-de-obra. No caso dos capitalistas, o

excesso de capacidade produtiva proporciona às empresas menos liberdade para elevar preços, na medida em que se o fizerem, outras firmas, em iguais condições, podem invadir seus mercados. Já se a capacidade produtiva estiver sendo plenamente utilizada, os capitalistas terão mais espaço para promover aumento de preços, visto que a utilização da capacidade limita as empresas de invadir os mercados, reduzindo preços. Portanto, a disciplina da demanda menos rígida favorece as empresas a usarem seu poder de mercado com o intuito de forçar uma alta nos preços, tornando claro que a parcela de lucro alvo dos capitalistas depende da utilização da capacidade produtiva.

A distribuição de renda é, portanto, determinada pelo conflito distributivo existente entre as duas classes do setor privado. Tanto a luta salarial dos trabalhadores, quanto a política de preços agressiva por parte dos capitalistas são fatores inflacionários. Nesse cenário, a demanda pode regular o conflito de classes, na medida em que solapa o poder da mão-de-obra organizada e do grande capital, impedindo-os de obter suas reivindicações antagônicas. Ao afetar a distribuição, por meio da influência que exerce sobre a extensão e o exercício do poder de mercado, os dois tipos de demanda – aumentos de salários e lucros – exercem efeitos similares sobre a inflação, mas opostos do ponto de vista redistributivo.

A moeda poderá afetar a inflação apenas de maneira indireta, pelos efeitos que exerce sobre o conflito distributivo que, por seu turno, é a causa principal do aumento de preços. Em linha com as abordagens heterodoxas expostas nesse capítulo, no modelo de Rowthorn não há espaço para se formular um elo causal direto que vá da moeda para o nível de preços. Os fatores monetários exercem alguma influência sobre os preços, se afetarem a distribuição de renda, por meios dos efeitos que exercem sobre a demanda. Como o conflito distributivo depende do nível de demanda, se as variáveis monetárias forem capazes de afetar a demanda, podem afetar o conflito e, indiretamente, a inflação. Assim sendo, a cadeia causal pode ser expressa da seguinte forma: Variações na Moeda → Demanda → Conflito Distributivo → Nível de Preços (ROWTHORN, 1977, p. 229).

A importância da inconsistência distributiva como causa determinante da inflação foi identificada por Keynes (1939). Furtado (1959) já argumentava que a inflação brasileira era resultado da manifestação dessas inconsistências. Rowthorn (1977) contribuiu para essa discussão ao desenvolver um modelo no qual o nível geral de preços é afetado pela constante luta das classes trabalhadora e capitalista pela obtenção de parcelas maiores da renda. A literatura heterodoxa avançou no reconhecimento da existência de um conflito distributivo

inerente ao sistema capitalista que provocava distorções nos preços e era responsável por manter a inflação em patamares elevados. Em todas essas abordagens, a causalidade entre moeda e nível de preços proposta pelos monetaristas não é verificada, uma vez que a expansão monetária é tratada como consequência e não como causa da elevação do nível de preços.

2.7 SIMONSEN E O MODELO DE REALIMENTAÇÃO INFLACIONÁRIA

Em 1970, Mário Henrique Simonsen publicou sua obra “Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque” na qual buscou desenvolver um modelo teórico para explicar os fatores que determinam a taxa de inflação, em um determinado período. Na linha de Modenesi (2005, Cap. 4), o modelo de realimentação inflacionária é considerado aqui como o segundo momento paradigmático da evolução da teoria estruturalista da inflação, dado que representa um elo entre esta e a teoria inercialista. Tal modelo não será utilizado como uma teoria de inflação, mas sim como um modelo síntese que receberá o aporte das teorias desenvolvidas ao longo do capítulo.

Simonsen (1970, cap. 6) distinguiu três componentes determinantes do processo inflacionário, quais sejam: i) a componente autônoma, em relação à demanda agregada, que representa a influência dos custos; ii) a componente de realimentação, que pode surgir em uma economia já inflacionária e que desenvolveu comportamentos defensivos e iii) a componente de demanda agregada ou de regulação pela demanda, que está relacionada ao excesso de demanda sobre a oferta agregada.

A primeira componente é definida como sendo a parcela que independe da inflação do período anterior e resulta das mudanças de preços relativos associadas a fatores institucionais (reajustes arbitrários de salários, da taxa de câmbio, de impostos indiretos) ou acidentais (aumentos de preços agrícolas decorrentes de más safras, etc.). A componente de realimentação é resultado da inflação do período anterior e trata-se, essencialmente, de uma elevação dos preços ocasionada pela tentativa dos agentes de reconstituir sua participação no produto nacional, comprometida pela inflação passada. Em outras palavras, tal componente está estreitamente relacionada com a existência do conflito distributivo entre as classes econômicas (altas de preços resultantes de ajustes salariais proporcionais ao aumento do custo de vida, às destinadas à recomposição das margens de lucro e revisões de preços tornadas automáticas pela legislação sobre correção monetária).

Partindo dessas duas componentes, a elevação de preços sofre um efeito regulador da intensidade da demanda. Se a demanda cresce em ritmo superior ao da capacidade produtiva, a taxa de inflação será maior do que aquela que seria explicada pelas componentes autônomas e de realimentação. Portanto a terceira componente, de regulação pela demanda, é explicada por um excesso de demanda sobre a oferta agregada que é provocado, geralmente, “*por descontroles fiscais ou monetários*”. (MODENESI, 2005, p. 274)

Em termos analíticos, Simonsen formalizou o modelo partindo da seguinte definição da taxa de inflação, no ano t , onde P_t representa o índice de preços para o período em questão:

$$r_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (29)$$

Escrevendo o modelo em uma versão linear, Simonsen expressou a taxa de inflação da seguinte forma:

$$r_t = a_t + br_{t-1} + c \left[\frac{d_t}{d_{t-1}^*} - 1 - n \right] \quad (30)$$

Onde: a_t representa a inflação autônoma no período t ;

br_{t-1} representa a componente de realimentação;

$c \left[\frac{d_t}{d_{t-1}^*} - 1 - n \right]$ representa a componente de regulação pela demanda, na qual d_t corresponde à demanda real no período t , ao nível de preços resultante das componentes inflacionárias autônomas e de realimentação e d_{t-1}^* representa a demanda real efetiva no período $t - 1$, sendo igual ao produto real;

a , b e c são parâmetros.

De acordo com esse modelo, a função que determina a taxa de inflação depende das componentes autônoma, de realimentação e de regulação pela demanda. É importante ainda fazer alguns comentários sobre os coeficientes do modelo. O parâmetro b , coeficiente de realimentação, “indica o grau de automatismo da inflação crônica”, ou seja, “em que fração a inflação de um período se transmite ao período seguinte” (SIMONSEN, 1970, p. 129). Apesar de não descartar a possibilidade de $b > 1$ nos casos de processos explosivos de hiperinflação, Simonsen supõe que $0 < b < 1$, indicando que a parcela transmitida não atinge e nem ultrapassa o valor total da taxa de inflação do período anterior. A dimensão desse coeficiente desempenha importante papel no processo de estabilização. Por sua vez, o parâmetro n corresponde à “taxa

normal de crescimento da procura” e indica qual seria a taxa de crescimento da demanda¹⁰ que estabilizaria os preços, na ausência de inflação prévia e autônoma.

Com o modelo de realimentação, Simonsen conclui que a viabilidade de um programa que busque combater a inflação de forma rápida e que apele para as crises de estabilização, via controle da demanda agregada, depende do baixo coeficiente de realimentação, bem como da moderação da inflação autônoma. O autor argumenta ainda que uma inflação de custos não pode ser eficientemente combatida por meios monetários, pois “uma vez estabelecidas suas origens, o Governo se vê entre duas alternativas – ou as ratifica do lado da procura, via expansão monetária, ou insiste na política de contenção e aí provoca uma crise crônica de crescimento” (SIMONSEN, 1970, p. 136).

De acordo com Lopes (1979), o grande mérito do modelo de realimentação inflacionária foi ter reabilitado, mesmo que de forma involuntária, a teoria estruturalista da inflação. Ademais, Simonsen demonstrou com seu modelo que as componentes de realimentação e autônoma podem estabelecer um piso para a inflação, abaixo do qual não é possível reduzi-la utilizando meios monetários e fiscais de contenção da demanda agregada.

A escolha pela utilização desse modelo¹¹ é justificada pelo fato de, assim como as abordagens já mencionadas, ser compatível com a análise de inflação de custos. A presença do componente autônomo – que inclui fatores estruturais, institucionais e de custos que afetam o grau de conflito distributivo – permite inserir variáveis fundamentais à análise aqui proposta – preços externos e taxa de câmbio – e verificar o comportamento dos preços e da inflação no novo cenário financeiro internacional dos anos 1980-90, marcado pelo expressivo aumento da mobilidade de capitais inter e intra regiões e blocos econômicos. A partir disso, torna-se possível evidenciar o papel do setor externo na inflação, mostrando o aumento da sensibilidade desta aos fatores autônomos, inclusive os externos.

2.8 SUMÁRIO E CONCLUSÕES

O propósito desse capítulo consistiu em apresentar a teoria da formação de preços e processos inflacionários que servirá de norte para a construção da tese. Optou-se pela

¹⁰ O ritmo de expansão da capacidade produtiva é o principal fator determinante dessa taxa.

¹¹ Uma aplicação do modelo do Simonsen pode ser encontrada em Hermmann (1999).

abordagem heterodoxa da inflação, com ênfase na teoria keynesiana, para explicitar as variáveis consideradas importantes para a formação de preços e o modo com elas os afetam.

No capítulo 21 da Teoria Geral, é possível encontrar o cerne da teoria keynesiana para a formação de preços e processos inflacionários. Para ele, o comportamento do nível específico de cada indústria está refletido no nível geral de preços. Como em cada indústria o nível de preços está diretamente relacionado com a taxa de remuneração dos fatores produtivos que compõem o custo marginal e a escala de produção, o nível geral de preços da economia se apresenta como função tanto da taxa de remuneração desses fatores, quanto do volume da produção e do emprego. Isto posto, os preços não dependem apenas da demanda agregada, estando também relacionados com fatores institucionais e de custos. A tese geral é que todo aumento de preços, em última instância, decorre de pressões nos custos e, portanto, processos inflacionários “normais” são sempre justificados por alguma pressão de custo.

Como o objetivo do capítulo era oferecer uma base teórica que permitisse compreender como são formados preços e processos inflacionários, foram utilizados os modelos desenvolvidos por Kalecki (1985) e Weintraub (1961). Para Kalecki, no curto prazo, as alterações de preços são determinadas por modificações no custo de produção e na demanda. De maneira geral, os preços dos bens finais são influenciados por mudanças nos custos de produção, enquanto que as alterações de preços das matérias-primas estão associadas ao comportamento da demanda. Em concorrência imperfeita ou oligopólio, para fixar preços a firma deve levar em consideração a média dos custos diretos e o preço das outras firmas, determinando seu preço através de uma regra de *mark up* sobre os custos. Weintraub (1961) parte do enfoque keynesiano, mesclando-o com o modelo de Kalecki e formaliza algumas proposições de Keynes sobre a influência da demanda na formação de preços e desenvolveu um modelo no qual a determinação de preços pelas firmas é feita a partir da fixação de *mark up*, considerando as pressões crônicas de salários sobre os custos. O nível de preços é, então, explicado pela evolução do *mark-up* agregado sobre custos, pelo comportamento dos salários e pela evolução da produtividade do trabalho. O ponto em comum entre esses modelos é o reconhecimento de que preços não dependem apenas dos custos, mas também do *mark up* que se torna uma variável de escolha do empresário, em uma economia de concorrência imperfeita. Como na abordagem heterodoxa, de uma forma geral, o foco da inflação se encontra no mecanismo de formação de preços pelas firmas.

O papel das expectativas, da preferência pela liquidez e do conflito distributivo aparecem como partes constituintes da visão pós-keynesiana, tornando essa leitura teórica fundamental para a discussão aqui proposta, uma vez que explora o papel da preferência pela liquidez, do grau de confiança dos agentes e, conseqüentemente, do componente expectacional da inflação que sofreu impactos significativos com a ampliação do grau de abertura comercial e financeira. Para a abordagem pós-keynesiana, a inflação é, na maioria dos casos, um problema do lado da oferta e, por ser uma fonte geradora de incertezas na economia, a inflação afeta as atividades produtivas, favorecendo as iniciativas especulativas.

Ainda que não estejam, necessariamente, apoiadas em Keynes, as teorias estruturalista e inercialista da inflação foram aqui analisadas, pois se constituíram em novas interpretações para o fenômeno inflacionário brasileiro que iam de encontro ao que era proposto pelos monetaristas. Tais teorias continuam sendo atuais para explicar o comportamento dos preços, tendo em vista que consideram a inflação como um fenômeno endógeno e decorrente da própria dinâmica da economia. A literatura heterodoxa avançou no reconhecimento da existência de um conflito distributivo, inerente ao sistema capitalista, que produz distorções nos preços, sendo responsável por manter a inflação em patamares elevados.

Assim como as abordagens já mencionadas, o modelo de realimentação inflacionária de Simonsen (1970) é compatível com a análise de inflação de custos. O processo inflacionário é determinado por três componentes, quais sejam: a componente de demanda agregada ou de regulação pela demanda; a componente autônoma, em relação à demanda agregada, que representa a influência dos custos e a componente de realimentação, que inclui variáveis contingenciais que não estão presentes, necessariamente, em todo processo inflacionário. A presença da componente autônoma – que inclui fatores estruturais, institucionais e de custos que afetam o grau de conflito distributivo – permite inserir variáveis fundamentais à análise aqui proposta – preços externos e taxa de câmbio – e verificar o comportamento dos preços e da inflação no novo cenário financeiro internacional dos anos 1980-90. Dessa forma, será possível analisar o papel do setor externo na inflação, mostrando o aumento da sensibilidade desta aos fatores autônomos, inclusive os externos.

Em todas as abordagens expostas, a causalidade entre moeda e nível de preços proposta pelos monetaristas não é verificada, uma vez que a expansão monetária é tratada como consequência e não como causa da elevação do nível de preços. Portanto, a inflação é vista, em última instância, como um fenômeno custo. Isto posto, apesar de o enfoque do tema aqui tratado

ser macroeconômico, para a formação de preços, o ponto de partida é microeconômico, isto é, empresas oligopolistas que formam preços adotando um *mark up* sobre custos. Embora os preços continuem sendo formados dessa maneira, a ampliação da abertura econômica trouxe novas variáveis que impactam no processo de formação de preços pelas firmas e, portanto, influenciam o comportamento da inflação.

A ampliação do grau de abertura econômica e a maior interdependência entre os países modificou a maneira pela qual os preços são formados, ampliando a sensibilidade da inflação aos fatores externos. Nessa conjuntura, o câmbio assumiu uma importância considerável na formação de preços e explicação do seu comportamento, ao mesmo tempo em que a abertura econômica – especialmente a financeira – conferiu maior volatilidade a essa variável, principalmente nas economias que adotaram o regime de câmbio flutuante. Além do fato de a inflação estar mais sensível ao câmbio e aos preços internacionais, o aumento da volatilidade cambial contribuiu para agravar o efeito externo sobre os preços domésticos, reforçando o canal das expectativas, não apenas por a taxa de câmbio ser flexível, mas também pelo fato de o grau de abertura ser muito grande.

Como as expectativas inflacionárias e cambiais passam a ter maior importância na formação da inflação, uma vez que as incertezas em relação ao comportamento da taxa de câmbio foram ampliadas pelo aumento do grau de liberalização financeira, o que se verifica é uma maior volatilidade nas variáveis fundamentais para a formação de preços.

A despeito de não ser uma decorrência direta da abertura, mas sim da sua amplitude, o canal das expectativas deve ser explorado, pois as expectativas inflacionárias e cambiais adquiriram maior importância na formação da inflação, fato que tem a ver com elevado grau de abertura e de volatilidade de preços nos mercados globalizados. Nesse contexto, portanto, torna-se crucial compreender como se formam os processos inflacionários para que se possa intervir sobre os mesmos, uma vez que essas alterações macroeconômicas e institucionais provocaram mudanças também na capacidade de os governos controlarem a inflação, fazendo com que os Bancos Centrais, em tese, perdessem graus de liberdade na execução e cumprimento desta tarefa.

CAPÍTULO III

3. O PROCESSO DE ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA DA ECONOMIA BRASILEIRA

3.1 INTRODUÇÃO

O presente capítulo tem por objetivo descrever o processo de abertura da economia brasileira, nas suas esferas comercial e financeira. Com isso, pretende-se mostrar que a partir dos anos 1990, a abertura econômica, especialmente a financeira, avançou de forma significativa na economia brasileira. Cabe enfatizar que não se pretende buscar explicações para o processo brasileiro de abertura econômica, mas apenas descrevê-lo.

O foco temporal da tese está compreendido no período que se estende de 1999 a 2013. Essa periodização permite que seja realizada uma análise macroeconômica da inflação. Todavia, como a premissa central do trabalho é que a abertura econômica modificou a etiologia da inflação e considerando-se que esse é um processo lógico e cronologicamente anterior ao intervalo temporal supracitado, torna-se necessário, para confirmar a hipótese de ampliação do grau de abertura comercial e financeira, descrever o processo de abertura econômica a partir do final dos anos 1980 e início dos anos 1990.

Como a abertura comercial e a abertura financeira são processos relativamente distintos e, até certo ponto, independentes, a análise dos mesmos não obedeceu a mesma cronologia. Para a abertura comercial, o período de análise foi dividido em **quatro fases**. Na primeira, que compreende o biênio **1988/89**, verifica-se o primeiro passo em direção à mudança na orientação comercial brasileira. Foram adotadas medidas com teor liberalizante, ainda que tímidas quando comparadas com as da década seguinte, que promoveram mudanças no regime comercial. A segunda fase, que corresponde ao período do Governo Collor (**1990 a 1992**), provocou uma mudança profunda na política de importação com vistas a ampliar o grau de inserção da economia brasileira no fluxo de comércio internacional. As mudanças no regime de comércio, iniciadas no período anterior, foram aprofundadas provocando uma aceleração no processo de abertura comercial. Na terceira fase, **1993 a 1998**, mesmo tendo sido condicionado aos interesses da estabilização econômica, o ritmo de abertura comercial foi ampliado. Por fim, o período que se estende de **1999 a 2013** foi aqui considerado como sendo a quarta fase da

abertura comercial brasileira. Com a mudança no regime cambial, em 1999, a política econômica passou a ser conduzida com base no tripé *câmbio flutuante, Regime de Metas de Inflação e metas de superávit primário*. A partir de então, a despeito de não se verificarem mudanças significativas na sua condução, o processo de abertura comercial foi sendo intensificado.

No tocante à abertura financeira, a análise foi dividida em **três fases**. Para as duas primeiras fases de implementação da política de liberalização financeira, considerou-se a divisão feita por Hermann (2002, Cap. 8). Na primeira, **1987 a 1993**, tal política foi implementada em um cenário instável marcado pela elevação da inflação. Na segunda, **1994 a 1998**, verificou-se um aprofundamento da abertura financeira em um contexto macroeconômico caracterizado pela estabilização dos preços. Na terceira e última fase, **1999 a 2013**, marcada pela mudança no regime cambial brasileiro, foi mantida a estratégia de abertura financeira lenta e gradual que já vinha sendo implementada nos anos anteriores permitindo a consolidação e aprofundamento das medidas em curso.

Para cumprir com o objetivo proposto, o capítulo encontra-se estruturado em mais 3 seções, além dessa introdução. A seção 3.2 traz uma contextualização do processo de abertura comercial e financeira da economia brasileira identificando-o como parte de um movimento que se verificou, primeiro, nos países desenvolvidos e que foi, ao longo dos anos, sendo *seguido* pelas economias emergentes. A partir dessa exposição, será possível destacar que a ampliação do grau de abertura econômica não se constitui em uma peculiaridade da economia brasileira. A seção 3.3 é dedicada à descrição da experiência brasileira de abertura econômica. Tal descrição será feita em duas etapas, a saber: a subseção 3.3.1 traz o processo de abertura comercial e a subseção 3.3.2, o processo de abertura financeira. Cada uma dessas subseções será ainda dividida, com base nos intervalos temporais identificados anteriormente. Na seção 3.4, serão expostas algumas evidências empíricas que comprovam a hipótese de ampliação do grau de abertura econômica, principalmente, a partir dos anos 1990. Por fim, a seção 3.5 sumaria e conclui o capítulo, apontando os possíveis impactos da abertura comercial sobre a sensibilidade dos preços domésticos em relação aos internacionais e da abertura financeira sobre a tendência e a volatilidade da taxa de câmbio.

3.2 ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA COMO TENDÊNCIA INTERNACIONAL

A passagem para os anos 1980 se deu em um quadro de grandes transformações que marcou o fim de uma época para o capitalismo mundial. Nesse momento, ganha força o movimento liberalizante que estava diretamente relacionado à estratégia americana de ampliação do grau de abertura comercial e financeira e desregulação das economias nacionais para “*acomodar a expansão comercial assimétrica dos países asiáticos produzida em grande parte pela expansão global do grande capital americano*” (TAVARES; BELLUZZO, 2007, p. 125).

A década de 1980 inaugurou, no plano acadêmico, uma longa fase de hegemonia teórica dos modelos de liberalização comercial e financeira – nos moldes propostos por Shaw (1973) e MacKinnon (1973) – marcada pelo processo de abertura econômica dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Tal processo se desdobra em dois componentes, a saber: i) a abertura comercial que objetiva a livre mobilidade de bens e serviços e ii) a abertura financeira que busca conferir maior mobilidade entre mercados e países.

A abertura comercial e financeira justifica-se, em primeiro lugar, como mera extensão, para além das fronteiras nacionais, do princípio de livre mobilidade de recursos. Alega-se que, além de ampliar o acesso do país a novos mercados, a abertura contribui para o desenvolvimento econômico também de forma indireta, disponibilizando novas (e mais eficientes) tecnologias para os PMD: a abertura comercial, através das importações de bens de capital e a financeira, através da captação de investimentos diretos. Assim, a abertura financeira teria ainda a função de auxiliar o financiamento dos déficits comerciais gerados nos primeiros anos de abertura comercial: as captações de recursos via emissão de dívidas e títulos no mercado internacional, somadas ao ingresso de investimentos diretos, gerariam os necessários saldos positivos na conta de capital. (HERMMAN, 2005, p. 2-3).

Os motivos que levaram os países desenvolvidos (PD) e em desenvolvimento (PED) a adotarem políticas de abertura comercial e financeira são diferentes. Nos PD, o movimento liberalizante se constituiu em uma resposta a pressões internas – micro e macroeconômicas – e às transformações tecnológicas e financeiras, que impulsionaram a desmontagem do sistema de regulação constituído, nos EUA, pós Grande Depressão. Já nos PED, a liberalização foi realizada sob influência das condições e políticas internas, mas assumindo um papel complementar às modificações que já vinham ocorrendo nas economias desenvolvidas. Seguindo a tendência mundial, o Brasil, em fins da década de 1980, deu início a uma política de abertura econômica que norteou seu modelo de inserção externa (HERMANN, 2002, caps. 3 e 4).

A reversão da política monetária americana, somada aos efeitos dos choques do petróleo (1973 e 1979), deflagrou uma forte recessão mundial que se estendeu até 1983. No Brasil, assim como nos demais países em desenvolvimento, essas mudanças provocaram uma crescente instabilidade monetária e cambial marcada por desequilíbrios no balanço de pagamentos, déficits fiscais e um aumento na dívida externa que, em poucos anos, dobrou de tamanho ocasionando crises bancárias e cambiais.

Com uma inflação crescente e com suas economias mergulhadas na recessão, os países em desenvolvimento adotam as recomendações de reformas e de políticas econômicas estipuladas no Consenso de Washington¹² que tinham como objetivo desregular e abrir as economias desenvolvimentistas, “*privatizando seus setores públicos e enganchando seus programas de estabilização na oferta abundante de capitais disponibilizados pela globalização financeira*” (FIORI, 1997, p. 121). Dessa forma, introduziu-se na “*periferia capitalista endividada, e em particular à América Latina, uma versão adaptada das ideias liberal-conservadoras que já se difundiam desde o início da ‘grande restauração’*” (ibid).

As mudanças ocorridas no cenário internacional na década de 1970 demonstraram, portanto, os desequilíbrios e fragilidades internas e externas decorrentes do modelo de crescimento com forte dependência externa que vinha sendo adotada nos PED. A deterioração dos termos de troca, o aumento do déficit público e as pressões inflacionárias que se avolumavam contribuíram para tornar recessivo o cenário econômico, evidenciando os limites do crescimento com financiamento externo. A partir de então, ganhou força a tese de que a recuperação da capacidade de crescimento desses países só seria possível através de um modelo de desenvolvimento no qual não houvesse *excesso* da participação estatal. Dito de outra forma, o modelo de crescimento intervencionista deveria ser substituído pelo modelo de mercado. É nesse contexto, que, a partir dos anos 1990, o governo brasileiro inicia o movimento de abertura e liberalização da sua economia.

¹² A expressão "Consenso de Washington" é de John Williamson, economista que redigiu o texto-síntese do seminário realizado em Washington nos dias 6 e 7 de novembro de 1989 (Williamson, 1990).

3.3 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE ABERTURA ECONÔMICA

3.3.1. O Processo de Abertura Comercial

Assim como na maioria dos PED, no Brasil, o processo de abertura comercial constituiu em uma resposta às dificuldades internas – especialmente àquelas relacionadas aos problemas no balanço de pagamentos – e aos desequilíbrios externos impostos pela crise macroeconômica ocorrida ao longo da década de 1970. Os primeiros passos em direção à abertura comercial foram dados, em 1988, com a eliminação dos controles quantitativos e administrativos sobre as importações e uma proposta de redução tarifária. A partir desse momento, e principalmente durante a década de 1990, foram implementadas mudanças no regime comercial brasileiro, em direção à liberalização, que tiveram importante contribuição no sentido de alinhar a economia do país com as políticas propostas pelo Consenso de Washington.

3.3.1.1 Primeira fase da abertura comercial: 1988 a 1989

Em 17 de junho de 1988, o governo aprovou, por meio da Resolução 1.516, a reforma tarifária proposta pela Comissão de Política Aduaneira (CPA). A comissão buscava recuperar a estrutura tarifária como instrumento de longo prazo compatível com a política industrial, tendo em vista que a mesma refletia as prioridades industriais da década de 1950 (KUME; PATRÍCIO, 1991).

A proposta da CPA estava centrada em três pontos principais: eliminação de tarifas adicionais; redução das tarifas para níveis compatíveis com o diferencial de preços internos e externos e com o atual estágio de desenvolvimento industrial e a eliminação dos regimes especiais de importação, com exceção daqueles vinculados à exportação, aos acordos internacionais, ao desenvolvimento regional e à Zona Franca de Manaus.

Ao lado da reforma tarifária, o governo alterou a política industrial, buscando uma maior competitividade dos produtos de exportação, reduzindo a alíquota do IPI, através do Decreto 95.923, de 19.05.88. Este comportamento contraditório entre a tarifa média e a modal ocorreu em função da redução do desvio padrão entre as alíquotas vigentes, que declinou de 26% no triênio 1985/87 para 17,6%, em 1988. (AZEVEDO E PORTUGAL, 1998, p.39).

A tabela 1 mostra a redução nas tarifas que foi proposta pela CPA e a tabela 2, os regimes especiais mantidos e os eliminados.

Tabela 1 – Tarifa Aduaneira Proposta pela CPA (em %)

Medida Estatística	Tarifa Aduaneira	
	Vigente	Proposta
Média	51,3	37,4
Moda	30,0	20,0
Mediana	45,0	40,0
Amplitude	0,0 – 115,0	0,0 – 85,0

Fonte: CPA (1988).

Tabela 2 – Regimes Especiais Mantidos e Eliminados Pela CPA

Denominação	Valor da Importação (em US\$ milhões)			Participação sobre as importações, exclusive petróleo (em %)		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985
1. Regimes Mantidos	2.868	2.815	3.203	77,0	36,9	39,0
Acordos Internacionais	797	606	545	10,1	7,8	6,7
Incentivo às Exportações	15	8	17	0,2	0,1	0,2
BEFIEX ^a	412	548	565	5,1	7,1	6,9
Drawback	95	1.210	1.439	12,1	15,6	17,5
Desenvolvimento Regional	48	20	29	0,6	0,3	0,3
Zona Franca de Manaus	642	423	608	8,1	5,5	7,4
Governo	67	41	35	0,8	0,5	0,4
2. Regimes Eliminados	2.254	2.311	2.211	28,5	29,9	27,0
CPA ^b	817	1.298	1.273	10,3	16,7	15,5
CDI ^c e GEIMI ^d	122	101	138	1,5	1,3	1,8
Construção Naval	296	265	65	3,7	3,4	0,8
Empresas Estatais	437	311	234	5,6	4,0	2,8
Transportes Aéreos	431	167	323	5,4	2,2	3,9
Entrepósito Aduaneiro e Industrial	124	158	153	1,7	2,0	1,9
Emissoras de Televisão e Rádio	27	20	25	0,3	0,3	0,3
3. Total (1 + 2)	5.189	5.167	5.449	65,6	66,8	66,4

Fonte: Elaboração própria com base na tabela III de Kume e Patrício (1987, p.8).

Nota: a) Benefícios Fiscais e Programas Especiais de Exportação; b) Regime especial de contingenciamento das importações administrado pela CPA; c) Regime especial de contingenciamento das importações administrado pelo Conselho de Desenvolvimento Industrial; d) Regimes administrados pelo Grupo Executivo da Indústria de Mineração.

As pressões políticas dos grupos prejudicados com a reforma pela manutenção da política aduaneira vigente alteraram, de forma significativa, a proposta original da CPA. Primeiramente, o Decreto Lei nº 2.434 de 17/06/1988 manteve a maioria dos regimes especiais, como pôde ser visto na tabela 2. De 1983 a 1985, 66% da pauta de importações estava inserida em algum regime especial; com as eliminações, esse valor passou para 37%. Todavia, os regimes eliminados abrangem apenas 15,8% das importações totais, exclusive petróleo. Em

segundo lugar, a despeito de ter diminuído a redundância e conseguido uma racionalização do instrumento tarifário, em alguns setores ainda restou uma parcela substancial de tarifas que mantinha elevado o custo das importações¹³. As alterações na estrutura tarifária elevaram para 80% os itens com alíquota igual ou inferior a 40%; antes da reforma, esse percentual era de aproximadamente 54% (LEMME, 1990). Por fim, os controles administrativos foram mantidos e só eram autorizadas as importações financiadas (Fernandes, 1997).

A reforma tarifária teve continuidade em 1989, com uma nova redução generalizada das alíquotas de importação, ainda que de menor intensidade, das alíquotas de importação. Essa medida foi tomada, em 05 de junho de 1988, por meio da Resolução 1.666 da CPA. Nesse ano, a alíquota média de importação caiu para 35,5%. Além dessa medida, houve ainda relaxamento de alguns pontos na política de importação, quais sejam: “*dispensa do cumprimento de prazos mínimos para pagamento de financiamentos para as importações de bens de capital e intermediários destinados às indústrias de máquinas e produtos têxteis e de confecções*”. Como consequência dessas medidas, verifica-se um aumento no grau de abertura comercial brasileira, em relação a participação das importações no PIB, que passou de 3,91% em 1988 para 4,88% em 1989. Dessa forma, prosseguiu-se com a redução do grau de intervencionismo no regime cambial (AZEVEDO E PORTUGAL, 1998, p. 40).

Diante das limitações da reforma aduaneira proposta pela CPA, das pressões que se avolumaram nos quadros econômicos interno e externo e da posição ideológica liberal do Governo Collor – que já havia sido explicitada na sua campanha eleitoral –, no início da década de 1990 é implementado um amplo processo de liberalização do comércio. A política de abertura econômica iniciada por Fernando Collor foi intensificada e mantida nos governos subsequentes (Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso, Luís Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff). A partir de então, a abertura comercial se impõe como um processo irreversível para a economia brasileira.

3.3.1.2 Segunda fase da abertura comercial: 1990 a 1993

“*O liberalismo econômico que já havia adentrado na maior parte da América Latina, implanta-se no Brasil com toda força, a partir do Governo Collor*” (FILGUEIRAS, 2000, p.

¹³ Para uma análise mais detalhada sobre o custo das importações por setores, ver Kume (1989).

83). De fato, as reformas implementadas marcaram a ruptura do modelo de crescimento com forte participação do Estado e elevada proteção tarifária, que sustentou o crescimento da economia nos anos anteriores e inauguraram uma fase de alinhamento com as políticas liberais. No final dos anos 1990, a economia brasileira encontrava-se estagnada e com uma forte tendência inflacionária que não fora revertida pelos sucessivos planos de estabilização mal sucedidos da década de 1980¹⁴. Esses planos, embora não tenham obtido êxito no combate à inflação, foram responsáveis por rápidos momentos de crescimento. Entretanto, esse crescimento foi comprometido pela forte deterioração das contas fiscais e externas.

Em meio aos problemas da década de 1990, e como forma de solucioná-los, o modelo de estabilização e integração internacional, proveniente do Consenso de Washington foi adotado, no Brasil. Tal modelo “*articulava o combate à inflação com a implementação de reformas estruturais na economia, no Estado e na relação do país com o resto do mundo, com características nitidamente liberais*” (ibid). Diante desse quadro, logo no início da década de 1990, foi lançado um programa de estabilização que estava articulado a uma série de mudanças estruturais na economia e associado a medidas de cunho liberalizante. O Plano Collor marcou a ruptura econômica e política com o processo histórico que caracterizou a trajetória de crescimento dos anos anteriores, ao mesmo tempo em que inaugurou a “era liberal” no Brasil que combinava ao discurso liberalizante os processos de abertura comercial e privatização das empresas estatais¹⁵.

As modificações no aparato produtivo, defendidas pelo governo, deveriam promover maior competitividade no mercado interno e gerar novas capacidades competitivas no mercado externo. Seguindo essa lógica, a nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE)¹⁶, divulgada em 26 de junho de 1990 pela Portaria 365, aprofundou as reformas do biênio 1988/89 através da eliminação de restrições quantitativas à importação, da abolição da maioria dos regimes especiais ainda remanescentes e da redução gradual das alíquotas de importação.

Até o início dos anos 1990, o modelo institucional de comércio exterior estava apoiado na centralização da gestão de instrumentos e do poder normativo em uma agência estatal, a

¹⁴ Sobre os Planos de Estabilização da década de 1980, ver: Sademberg (1987) e Solnik (1987), para o Plano Cruzado; Modiano (1989), para os Planos Cruzado, Bresser e Verão.

¹⁵ Para uma análise mais detalhada sobre o processo de privatizações no Brasil, ver Pinheiro (2000).

¹⁶ A PICE foi consolidada com o Programa Brasileiro de Qualidade e Produtividade (PBQP), lançado em novembro de 1990, e o Programa de Competitividade Industrial (PCI), editado em fevereiro de 1991.

Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (CACEX), e o Conselho de Comércio Exterior (CONCEX) funcionava como uma instância interministerial de formulação de políticas. A responsabilidade da gestão da política industrial estava a cargo da Comissão de Desenvolvimento Industrial (CDI). A CACEX estava formalmente subordinada ao Ministério da Fazenda e detinha o poder de decidir e operacionalizar as medidas de política externa. Além disso, atuava como instituição pública ao mesmo tempo operadora e reguladora, provisionando recursos financeiros, gerenciando os incentivos fiscais e creditícios, promovendo exportações e comercializando diretamente produtos brasileiros (VEIGA E IGLESIAS, 2002).

No primeiro ano do Governo Collor, a CACEX foi extinta no contexto da ampla reorganização institucional do Estado, especialmente na área econômica. Nesse período, verificou-se uma ampla fusão ministerial que uniu, em um único ministério, os três principais ministérios da área econômica, quais sejam: Fazenda, Planejamento e Indústria e Comércio (MEFP). No final de 1992, entretanto, o MEFP foi extinto e novamente desmembrado, ficando as políticas industrial e de comércio exterior sob a responsabilidade da Divisão de Informação Comercial (DIC) e do Departamento de Operações do Comércio Exterior (DECEX) (ibid).

De forma mais ampla, a PICE compreendia duas linhas de ação, a saber: i) uma política de ampliação da competição que seria feita por meio da liberalização de importações e de uma política antitruste para os setores não afetados pela abertura comercial; e ii) uma política de competitividade a ser implementada através da revisão de incentivos creditícios e fiscais para produção industrial, exportações e importações. Para Erber e Vermulm (1993), a PICE foi concebida como uma “pinça”, com uma “perna” para incentivar a competição e outra para incentivar a competitividade (GIAMBIAGI et al, 2011, Cap.6).

De acordo com Fritsch e Franco (1991, p. 12 e 13) e Azevedo e Portugal (1998, p. 41 e 42), as reformas envolveram:

- Eliminação dos regimes especiais de importação, a exceção da Zona Franca de Manaus e dos acordos internacionais, por meio da Medida Provisória nº 161;
- Anulação temporária do Decreto-Lei nº 2.452 de 29/07/88 que autorizava a criação de Zonas de Processamento de Exportação (ZPEs);
- Supressão de restrições pela à importação impostas pela CACEX (Anexo C do Comunicado CACEX n 97, de 4-3-82), através da Portaria 56 do MEFP que eliminou uma lista de aproximadamente 1.200 produtos cuja importação ainda era proibida e suspendeu apresentação de programas de importação por parte das empresas para a obtenção de guias de importação acima de determinados valores;
- Eliminação de incentivos fiscais, incluindo os benefícios concedido à Zona Franca de Manaus e redução pela metade do ARFMM. A Medida Provisória nº 158 - revogou todas as isenções e reduções do imposto de importação e do IPI sobre importações;
- Substituição de um regime de *crawling peg* por um sistema de taxas de câmbio flutuantes;
- Definição de um cronograma de redução de tarifas, de acordo com o qual uma nova tarifa entraria em vigor em 1991 e as reduções graduais se entenderiam até 1994;

Remoção da exigência de financiamento externo com cobertura cambial imposta sobre a importação de bens de capital e de grande valor que fosse considerado como ativo fixo e já tivesse com alíquota zero, por meio da Resolução 1749 de 13/09/90 do Banco Central. Nesse ponto, vale salientar que houve uma redefinição no índice de nacionalização – passou para 70% – que eram utilizados como critério para a concessão de crédito e incentivos fiscais para importação de máquinas e equipamentos;

Redução do conjunto de bens de informática que estavam com importação proibida até o fim da Lei da Informática, em 1992¹⁷;

Recriação dos esquemas de financiamento às exportações que haviam sido eliminados e fim do programa BEFIEEX;

Reformas na política industrial seriam conduzidas por meio de um planejamento consensual resultante da interação entre o governo e o setor privado.

A reforma no regime de comércio se deu, portanto, em duas fases. No primeiro semestre de 1990, buscou-se quantificar as Barreiras Não Tarifárias existentes, eliminando-se as proibições à importação de determinados bens, os controles discricionários de guias de importação exercido pela CACEX e os regimes especiais. No início de 1991, ocorreria a liberalização propriamente dita através do estabelecimento de uma nova estrutura tarifária e um cronograma de redução que duraria 4 anos. O quadro 1 traz as orientações para a redução dos níveis tarifários e a tabela 3 apresenta o cronograma que essa redução deveria seguir.

Quadro 1 – Orientações para a Redução Tarifária

Tarifa	Produtos sob os quais incidiriam a redução
0 %	Produtos com vantagens comparativas naturais (principalmente produtos primários e semimanufaturados de exportação tradicional), com proteção natural (devido aos elevados custos de transporte), sem produção doméstica e commodities de baixo valor agregado.
5 %	Produtos que já apresentavam alíquota de importação de 5%
10% - 15%	Bens que utilizavam como principais insumos produtos com alíquota zero
20%	Manufaturados em geral
30%	Química fina, trigo descascado, carne, biscoitos, massas alimentícias, aparelhos de TV, videocassetes e equipamentos de som
35%	Automóveis, caminhões e motocicletas
40%	Produtos de informática.

Fonte: Elaboração Própria com base em Azevedo e Portugal (1998, p. 42 e 43).

Tabela 3 – A Nova Tarifa (1991 – 1994)

Ano \ Tarifa	1990	1991	1992	1993	1994
Média	32.2	25.3	21.2	17.1	14.2
Moda	40.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Desvio Padrão	19.6	17.4	14.2	10.5	7.9

Fonte: Fritsch e Franco (1991, p. 14).

Ainda no que se refere às Barreiras Não Tarifárias (BNT), é válido ressaltar que essas podem ser praticadas tanto pela autoridade aduaneira (barreiras fronteiriças) quanto por outras agências que não sejam, necessariamente, ligadas ao comércio exterior (barreiras não-fronteiriças). A reforma de 1990 eliminou o primeiro tipo de BNT que se constituíam,

¹⁷ Sobre a Lei da Informática, ver Piani (1987).

basicamente, o controle de guia da CACEX e a lista de importações proibidas constante no Anexo C. Todavia, no tocante ao segundo tipo, embora algumas medidas tenham sido efetivamente tomadas, o comportamento modesto das importações sugere que essas barreiras ainda exerciam pressão significativa no sentido de reprimir as compras externas, principalmente de insumos e de bens de capital. Ademais, a prática de índices de nacionalização possuía grande relevância para setores industriais importantes (FRITSCH; FRANCO,1991).

Os Planos Collor (I e II), assim como os planos de estabilização da década de 1980, não lograram êxito em alcançar uma estabilidade de preços duradouras. Não bastasse isso, também foram responsáveis, em grande medida, pela recessão econômica verificada no período. Somados aos problemas econômicos não solucionados, os constantes escândalos e as revelações de esquemas de corrupção levaram ao *impeachment* do então Presidente da República.

No dia 02 de outubro de 1992, Itamar Franco assume a presidência, dando continuidade às reformas já em curso na economia. Buscando utilizar a abertura comercial como instrumento para controlar a inflação – o que viria a ser feito com mais intensidade nos anos seguintes – em 1993, o governo antecipou o cronograma de redução tarifária que, como visto, deveria se estender até o ano seguinte. Ainda com esse propósito e em meio a pressões externas, foi antecipada para 1994 a implementação da Tarifa Externa Comum (TEC)¹⁸ que deveria incentivar a competitividade entre os países do Mercado Comum do Sul (MERCOSUL)¹⁹, de modo que seus níveis tarifários deveriam contribuir para evitar a formação de oligopólios ou de reservas de mercado.

Diante do exposto, torna-se claro que os primeiros passos em direção à liberalização comercial nos moldes do Consenso de Washington, foram dados no Governo Collor. Os governos subsequentes aprofundariam essas reformas e desmontariam o sistema de proteção e incentivo erguido nos anos anteriores, substituindo-o pela lógica liberalizante que impunha uma ampliação cada vez maior do grau de abertura das economias. Chega-se, então, à terceira fase da abertura comercial brasileira.

¹⁸ Foi implantada no Brasil pelo Decreto 1.343, de 23/12/94.

¹⁹ A TEC deveria entrar em vigor a partir de 01/01/95, conforme acordado no Tratado De Assunção entre os países membros do MERCOSUL.

3.3.1.3 Terceira fase da abertura comercial: 1994 a 1998

A terceira fase da abertura comercial brasileira compreende dois mandatos presidenciais. Como foi visto, com o *impeachment* do Presidente Collor, o seu vice, Itamar Franco, assumiu interinamente a Presidência da República em 2 de outubro de 1992, para completar o mandato que se findaria em 1994. A partir de 1995 e até 2002, a referida função seria ocupada pelo segundo Presidente eleito através do voto direto, Fernando Henrique Cardoso (FHC). FHC, assumiu a pasta do Ministério da Fazenda no período que se estende de maio de 1993 a março de 1994, estando à frente da execução do plano de estabilização lançado no Governo Itamar – Plano Real²⁰ – que alcançou êxito no que concerne à estabilização de preços.

Quando Itamar Franco assumiu o governo, as mudanças no ambiente macroeconômico e institucional expressas pela política de liberalização comercial, pela desregulação da atividade econômica e pela desestatização, já estavam em curso na economia brasileira. Dessa forma, as medidas adotadas contribuíram para aprofundar um processo que já havia sido iniciado a partir de 1988, com a reforma tarifária proposta pela CPA. Como em todos os períodos anteriormente analisados, a conjuntura macroeconômica externa e interna foi decisiva para a condução da política econômica e, conseqüentemente, para as políticas tarifária e de importação. Internamente, a implantação do Plano Real, em 1 de julho de 1994, pela Medida Provisória nº 434, condicionou o processo de abertura comercial que foi sendo intensificado, de acordo com as necessidades impostas pelo controle inflacionário.

No cenário externo, esse período foi marcado por uma sucessão de eventos importantes que determinaram a interrupção e retorno do fluxo de capitais para os países emergentes, questionando, assim, os regimes de âncora cambial adotados como parte da estratégia de estabilização da maioria desses países²¹. Em fins de 1994, a crise econômica do México²², que apontou possibilidade de contágio para as economias emergentes (efeito tequila), interrompeu a entrada de capitais na economia brasileira que havia sido possibilitada, entre outros fatores, pela estabilização de preços alcançada com o Plano Real. Como será discutido, a consequência

²⁰ Para mais detalhes sobre a concepção, estrutura e implementação do Plano Real, ver Castro (1999) e Filgueiras (2000).

²¹ Para uma discussão sobre os riscos associados à estabilização com ancoragem cambial, consultar Hermann (1999).

²² Para uma análise mais detalhada da crise mexicana, ver Lopéz (1997) e Huerta (2009).

dessa mudança foi uma alteração na abertura comercial, marcada por um recuo na política de importação.

Passado o efeito da crise mexicana, verificou-se o reingresso do fluxo de capitais para a economia brasileira o que, combinado com outros fatores, possibilitou uma nova onda de liberalização comercial, ainda que com menor intensidade do que a verificada em 1994. Esse fluxo foi interrompido, mais uma vez, em 1997 e 1998 com a ocorrência das crises dos Tigres Asiáticos e da Rússia²³. A mudança no quadro de liquidez internacional comprometeu, seriamente, a estratégia de financiamento dos déficits em transações correntes com o ingresso de capitais voláteis, que vinha sendo adotada desde a implementação do Plano Real, culminando na mudança do regime cambial brasileiro, em janeiro de 1999²⁴.

Quando assumiu a Presidência, em janeiro de 1995, o quadro econômico encontrado por FHC apresentava, basicamente, as seguintes características (GIAMBIAGI et al, 2011, Cap. 7): economia em processo de superaquecimento, o que representava um risco de colapso na estabilidade dos preços; redução no volume de reservas; inflação resistente à queda e rápida deterioração no saldo do Balanço de Pagamentos, causados pelos déficits comerciais decorrentes, em grande medida, do aumento nas importações. Nos primeiros 12 meses do Plano Real, entre julho de 1994 e junho de 1995, a inflação medida pelo INPC foi de 33%. Já o volume de reservas caiu de US\$ 43 bilhões em junho de 1994 para US\$ 32 bilhões em abril de 1995. Por sua vez, o déficit em transações correntes subiu de US\$ 1,8 bilhões em 1994 para US\$ 18,4 bilhões no ano seguinte.

No que concerne à política de importações, como já foi exposto, as decisões estiveram subordinadas ao objetivo da estabilização. De acordo com Azevedo e Portugal (1998), essa política pode ser dividida em três fases. A primeira de estende de julho de 1994 ao primeiro trimestre de 1995 e é caracterizada pelo avanço das medidas liberalizantes. Nesse período, a política de importação foi utilizada com o claro propósito de garantir o sucesso do plano de estabilização. Com o argumento de que a maior exposição da economia ampliaria sua competitividade, o governo valeu-se do aprofundamento da abertura comercial como instrumento auxiliar para o controle inflacionário, utilizando, de forma intensa, o instrumento

²³ Sobre essas crises, ver, por exemplo, Medeiros (1998), Kurgman (1998), Fisher (1998), Kaminsky e Reinhart (1999).

²⁴ Sobre uma análise detalhada dos regimes cambiais, ver Modenesi (2005).

tarifário. Nesse sentido, iniciou-se uma “*escalada de iniciativas, às vezes intempestivas, destinadas a ampliar a abertura comercial*” (KUME; PIANI; SOUZA, 2003, p. 17).

De fato, houve uma queda no preço dos bens transacionáveis com o exterior, quando comparados aos não transacionáveis, conforme pode ser visto na tabela 4.

Tabela 4 – Variação de preços acumulada – agosto/1994 a janeiro/1997 – itens selecionados

Itens Transacionáveis	%	Itens não Transacionáveis	%
Gêneros Alimentícios	20,93	Alimentação Fora do Domicílio	48,14
Roupas de cama, Mesa e Banho	18,12	Aluguel	198,12
Material Escolar	36,41	Educação – Cursos Formais	132,13
Equipamentos Eletrônicos	11,25	Serviços de Residência	66,58
Roupas	29,01	Serviços de Vestuário	92,94
Medicamentos	39,36	Médicos, Dentistas e outros	92,46

Fonte: Elaboração própria com base em Gremaud, Vasconcelos & Júnior, 2007, p. 456.

Dentre as principais medidas adotadas, podem ser destacadas a redução das tarifas de uma série de produtos (automóveis, eletroeletrônicos de consumo, etc.) que apresentavam um peso elevado na composição do índice de preços, bem como a antecipação da TEC que, juntamente com a valorização cambial e as pressões advindas do MERCOSUL, contribuiu para aprofundar, de forma definitiva, a abertura da economia brasileira ao comércio internacional.

Como efeito da redução tarifária, a alíquota nominal média de importação diminuiu de 13,2%, em julho de 1993, para 11,2%, em dezembro de 1994. A tarifa efetiva média também seguiu essa tendência de queda passando de 18,9% para 14,4%, no mesmo período. Em setembro de 1994, segundo Kume (1996, p. 6), o ápice da liberalização das importações foi atingido como consequência da conjunção de alguns fatores, quais sejam: sobrevalorização do real, antecipação da TEC e redução nas tarifas para pressionar preços domésticos. Entre junho e dezembro de 1994, as importações saltaram de US\$ 2,6 bilhões para US\$ 4,2 bilhões, o que representou um déficit de US\$ 624 milhões na balança comercial. A contribuição do crescimento da importação de bens de consumo duráveis para a deterioração do saldo da balança comercial foi significativa, tendo em vista o crescimento da demanda por esses bens, ao longo dos anos. O valor das importações de bens de consumo duráveis passou de US\$ 1.098 milhões, em 1993, para US\$ 3.842 milhões, em 1998.

No final de 1994, as dificuldades em financiar os crescentes déficits no Balanço de Pagamentos somavam-se às pressões protecionistas dos setores mais afetados pela abertura comercial. Para atender a essas demandas e manter o nível de importações compatível com um

saldo comercial equilibrado, a partir de 1995, o governo recua na liberalização das importações. Este é um segundo momento da política de importações que se caracteriza, essencialmente, por um retrocesso no programa de liberalização comercial. Tem-se, então, um impasse, pois o governo brasileiro precisava manter os acordos internacionais ao mesmo tempo em que se fazia necessário um retrocesso na abertura comercial, ainda que temporário.

A essa altura, o governo já havia perdido autonomia na condução da sua política tarifária, dada a crescente integração com os países do MERCOSUL. Sendo assim, além da elevação das tarifas de um grupo de bens de consumo duráveis (automóveis, motocicletas, bicicletas, tratores, eletroeletrônicos de consumo, entre outros) e da redução de alíquotas de um grupo de insumos, foram também utilizadas as BNTs, que haviam sido extintas em 1990. Segundo Kume, Piani e Souza (2003, p. 7), os níveis tarifários e os critérios adotados para reduzir o volume de importação foram:

- a) alíquota de 0%, para produtos com clara vantagem comparativa (exportáveis), produtos com elevado custo de transporte internacional, bens sem produção nacional e *commodities* com pequeno valor adicionado;
- b) alíquota de 5%, para produtos que já possuíam esse nível em 1990;
- c) alíquota de 10%, para produtos agrícolas e derivados;
- d) alíquotas de 10%, 15% e 20%, para produtos que, em sua cadeia produtiva, utilizam insumos básicos com tarifa de 0%; e
- e) alíquota de 20%, para o restante dos produtos.

Os produtos de tecnologia de ponta como, por exemplo, os do setor de informática ficaram com uma alíquota de 35%; os de química fina, 30% e os caminhões e motocicletas, 35%. No final de 1995, a alíquota nominal média encontrava-se em 13,9%, valor superior aquele registrado, no mesmo período do ano anterior, no ápice da liberalização comercial (11,2%). A tarifa média seguiu a mesma tendência e passou de 14,4% para 23,4%, no mesmo período (AZEVEDO; PORTUGAL, 1998).

Dentre as principais restrições não tarifárias impostas às importações, pode-se citar: i) criação de dificuldades administrativas à importação, estabelecendo a exigência de pagamento à vista (depósito no Banco central) para as importações com financiamento externo inferior a um ano; ii) criação de uma lista de produtos para os quais eram exigidas licenças prévias de importação; iii) inclusão de alguns produtos na Lista de Exceção Nacional à TEC²⁵; e iv) imposição de quota de importações (KUME; PIANI; SOUZA, 2003, p. 4). As principais alterações na política de importações, no período 1994-95, podem ser resumidas no quadro 2, retirado de Kume (1996).

²⁵ Os produtos dessa lista teriam um prazo de cinco anos para convergir em direção à TEC.

Quadro 2 – Principais Alterações na Política de Importação – 1994/1995

Instrumento	Data	Medida
Portaria n. 119 do MF	11/03/94	Reduz para 2% a alíquota de medicamentos, produtos de higiene, insumos cerâmicos e insumos para lâmpadas.
Portaria n. 145 do MF	24/03/94	Reduz para 5% a alíquota de ferro fundido, ferro, aço e minerais não-ferrosos.
Portaria n. 214 do MF	14/04/94	Reduz para 2% a alíquota de produtos alimentícios tais como: queijos, azeitonas, azeites, açúcares, café solúvel, suco de frutas, cervejas e outros.
Portaria n. 288 do MF	19/05/94	Aumenta para 20% a 30% a alíquota de brinquedos.
Portaria n. 300 do MF	25/05/94	Restabelece a alíquota de 20% para medicamentos.
Portaria n. 327 do MF	14/06/94	Reduz para 0% as alíquotas de papel e seus artefatos.
Portaria n. 334 do MF	16/06/94	Reduz para 2% as alíquotas de xampus, creme rinse, detergentes, papel higiênico e fraldas de papel.
Portaria n. 472 do MF	24/08/94	Fixa alíquotas de 4% e 6% para adubos, fertilizantes e suas matérias-primas, como antecipação da tarifa externa comum.
Portaria n. 492 do MF	14/08/94	Reduz para 20%, antecipando a tarifa externa comum, a alíquota de todos os produtos cujas tarifas eram superiores a este nível.
Portaria n. 506 do MF	23/09/94	Antecipação da tarifa externa comum para um conjunto de produtos.
Portaria n. 507 do MF	23/09/94	Antecipação da tarifa externa comum para o restante de produtos na NBM-SH.
Portaria n. 609 do MF	21/11/94	Estabelece o regime de tributação simplificada às remessas postais e encomendas aéreas internacionais de bens para uso próprio.
Portaria n. 703 do MF	28/12/94	Altera o regime de tributação simplificada às remessas postais e encomendas aéreas internacionais de bens para uso próprio.
Decreto 1.391	10/02/95	Inclui automóveis, tratores rodoviários e caminhões na Lista de Exceção Nacional com a seguinte estrutura de convergência: 32% em 1995; 30% em 1996; 28% em 1997; 26% em 1998; 24% em 1999; 22% em 2000 e 20% em 2001.
Decreto 1.453	11/04/95	Altera para 0% as alíquotas de milho em grão, tomates inteiros ou em pedaços ketchup e outros molhos de tomate, produtos petroquímicos, laminados de ferro ou aço e alumínio não-ligado.
Decreto 1.471	27/04/95	Estabelece formalmente a Lista de Exceção Nacional à tarifa externa comum.
Decreto 1.475	28/04/95	Estabelece uma quota global para as importações incentivadas na Zona franca de Manaus.
Portaria n. 201 do MF	10/08/95	Inclui na Lista de Exceção Nacional os seguintes produtos com as respectivas alíquotas: 2% para carnes, 33% para leite em pó, 16% para queijo e manteiga, 20% para arroz, 45% para pêssego e 70% para 10 produtos têxteis e três produtos de confecções.
Decreto 1.761	26/12/95	Determina o sistema de incentivo do complexo automotivo.
Decreto 1.763	26/12/95	Fixa a alíquota de 70%, a partir de 01/01/96, para automóveis, caminhões, motocicletas e bicicletas.
Portaria n. 316 do MF	28/12/95	Altera o regime de tributação simplificada nas importações através de remessas postais e de encomendas aéreas internacionais, fixando o limite máximo de US\$ 500, com imposto de importação de 60%.

Fonte: Kume (1996, p. 6 e 7).

Diante das pressões dos parceiros comerciais e da Organização Mundial do Comércio, ainda em 1996, o governo já sinalizava o retorno à liberalização das importações, ao anunciar um cronograma de redução tarifária para aqueles produtos que haviam tido suas alíquotas elevadas, no primeiro trimestre de 1995. Este cronograma, criado pelo Decreto 1.848, de 29.03.96, previa a redução das alíquotas de importação até o ano 2.000 de 122 bens de consumo,

englobando eletroeletrônicos, eletrodomésticos, motocicletas, bicicletas e calçados (AZEVEDO; PORTUGAL, 1998).

O último momento da política de importações – nessa terceira fase de abertura comercial – inicia-se, pois, a partir do terceiro trimestre de 1996. A solução da crise externa e o consequente retorno do fluxo de capitais para os países emergentes foram fatores decisivos para que o governo pudesse reassumir uma postura liberalizante e promovesse uma nova rodada de abertura comercial, ainda que em menor intensidade do que a verificada em 1994. A partir desse período e até 1998, em parte pela perda de autonomia do governo na condução da política tarifária, as alíquotas apresentaram uma relativa estabilidade, sofrendo apenas alterações pontuais, como pode ser visualizado na tabela 5.

Tabela 5 – Evolução das Alíquotas Nominais de Importação – 1995/1998

Ano	Alíquotas (%)				
	Mínima	Máxima	Média	Modal	Mediana
1995	0	70	11,2	14	14
1996	0	70	11,13	14	14
1997	0	63	13,81	17	17
1998	0	49	13,81	17	17

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do CGAM/DEINT/SECEX/MDIC.

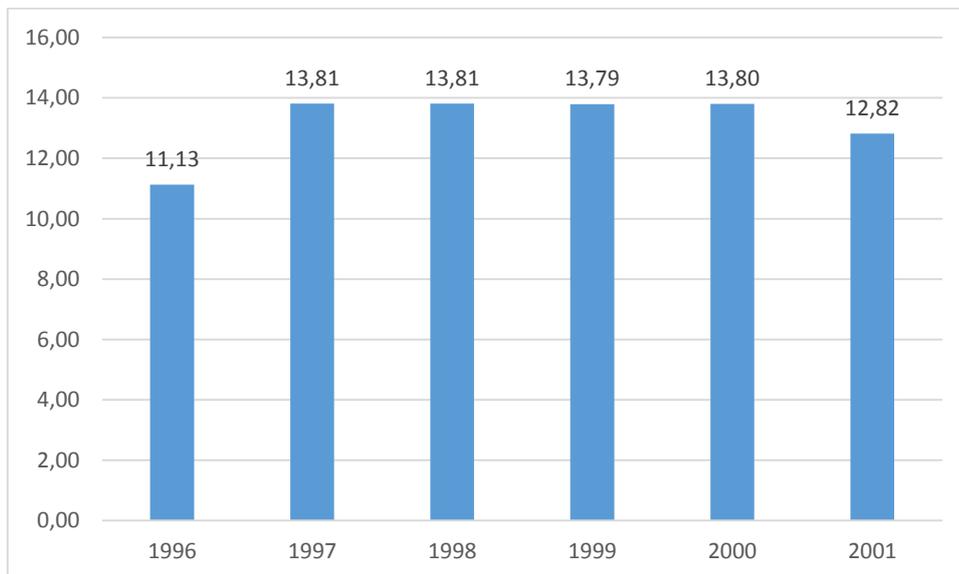
Entre 1995 e 1998, verificou-se um desgaste da âncora cambial como instrumento básico da política econômica. Apesar de ter sido funcional no controle inflacionário, a utilização desse regime cambial gerou problemas que se mostraram bastante onerosos para a economia brasileira. No biênio 1997-98, em decorrência das crises dos Tigres Asiáticos e da Rússia, a nova interrupção do fluxo de capitais para os países emergentes tornou insustentável a estratégia de financiamento do déficit em transações correntes com a entrada de capitais especulativos. A partir desse momento, o desafio estava colocado na questão do equilíbrio das contas externas que vinham sendo deterioradas pela valorização cambial. Contudo, desvalorizar o câmbio para estimular exportações, reduzir os juros – responsáveis pelo aumento da dívida pública – e melhorar a situação no *front* externo, constituía-se em uma situação que trazia consigo o risco de trazer de volta a inflação que estava estabilizada. É nesse contexto que tem início a quarta e última fase da abertura comercial brasileira.

3.3.1.4 Quarta fase da abertura comercial: 1999 a 2012

A quarta fase da abertura comercial brasileira compreende um período no qual se verificaram mudanças significativas na condução da política econômica que foram seguidas, quase sem modificações, pelos Governos FHC (1999-2002), Lula (2003-06 e 2007-10) e Dilma (2011-12). O ano de 1999 representou um marco importante para a economia brasileira, tendo em vista que ocorreu uma tríplice mudança no regime de política econômica. No lado cambial, as pressões internas e externas forçaram a passagem para o regime de câmbio flutuante, em substituição à ancoragem cambial verificada até fins de 1998. Pelo lado monetário, o Regime de Metas de Inflação foi adotado como estratégia para o controle inflacionário. Por fim, no âmbito fiscal, o governo passou a perseguir o alcance das metas de *superávit* primário.

As principais medidas em relação a abertura comercial foram adotadas e intensificadas durante os Governos Collor, Itamar e FHC (1995-98). Em 1999, a economia brasileira já apresentava um alto grau de abertura comercial e não se verificaram mudanças substanciais em relação às reformas propostas e adotadas nos governos anteriores, fato que pode ser visto nas mudanças apenas pontuais na alíquota nominal de importação (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Evolução da Alíquota Média de Importação (%) – 1996 a 2001



Fonte: Fonte: Elaboração própria com base nos dados do MDIC.

A década de 1990, portanto, foi responsável por abrir as portas da economia brasileira e *prepará-la* para a inserção em uma economia mundial crescentemente globalizada. Nos governos que se seguiram, o que se buscou, portanto, foi a manutenção da abertura comercial

e seu grau de ampliação decorreu do movimento da própria economia mundial. Essa tendência de crescente integração também foi responsável pela formação de blocos regionais, a exemplo do MERCOSUL. Dadas as maiores facilidades de acesso ao crédito externo, decorrente da abertura financeira – analisada na próxima seção – as importações continuaram crescendo até 2002 quando, em decorrência de fatores externos e internos, houve uma intensa desvalorização cambial. Por outro lado, a desvalorização da moeda nacional após a mudança no regime cambial acabou por favorecer as exportações, que também apresentaram uma tendência de crescimento, passando de US\$ 48.011 milhões, em 1999 para US\$ 60.361 milhões, em 2002.

Em 2001 e 2002, a economia brasileira atravessou mais duas crises no Balanço de Pagamentos que levaram o governo a recorrer novamente ao FMI, assinando acordos de US\$ 15,6 bilhões, em 2001 e US\$ 30 bilhões, em 2002. Em contrapartida, a economia brasileira foi monitorada por essa instituição que exigiu a elevação das metas de superávit primário (FILGUEIRAS, 2000). O segundo mandato de FHC chegou ao fim marcado por baixa taxa de crescimento econômico, elevada taxa de juros, ampliação da dívida pública, pressão inflacionária e desvalorização cambial – decorrentes, em grande medida, das desconfianças do mercado financeiro em relação a postura que seria assumida pelo Presidente Lula.

Diante das desconfianças do mercado sobre a condução da política econômica, em janeiro de 2003, Luís Inácio Lula da Silva assume a Presidência da República. A principal característica percebida logo nos primeiros meses do governo Lula foi a continuidade da política econômica do governo anterior. No que concerne à política industrial, o governo Lula rompeu com a ideia dos seus antecessores de que, na linha proposta por Reagan, ex-Presidente Americano, “a melhor política industrial era não ter política industrial”. Sendo assim, em 31 de março de 2004 foi lançada a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE)²⁶. Segundo Ferraz (2009), a proposta da PITCE era articular três diferentes planos, a saber: linhas de ação horizontais (inovação e desenvolvimento tecnológico; inserção externa; modernização industrial; ambiente institucional/aumento da capacidade produtiva), opções estratégicas (semicondutores, bens de capital, fármacos e *software*) e atividades portadoras de futuro (biotecnologia, nanotecnologia, biomassa/energias renováveis).

De acordo com Cano e Silva (2010), após a implementação da PITCE, verificou-se um esforço para desonerar o investimento, a produção e as exportações. Além disso, as

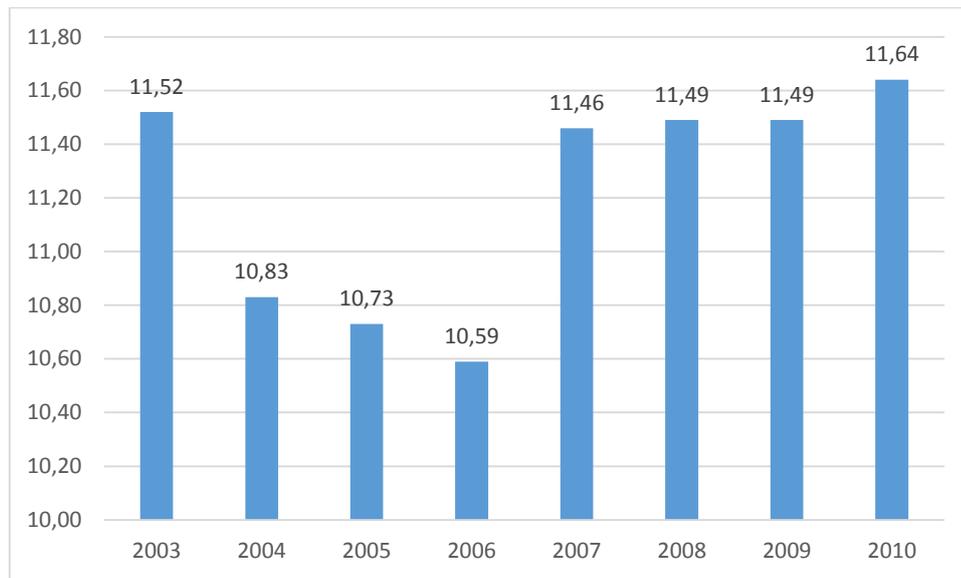
²⁶ Para uma análise mais detalhada sobre a PITCE, ver Cano e Silva (2010), Ferraz (2009) e Brandão; Drummond (2012).

alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) foram zeradas para os bens de capital. Para as importações, foi estabelecida a isonomia tributária em relação aos produtos produzidos no país e foi aprovada a isenção de algumas contribuições (PIS/Pasep e Cofins) para a compra de máquinas e equipamentos por empresas exportadoras que exportassem, no mínimo, 80% da sua produção. Todavia, as ações mais articuladas se verificaram na área da promoção às exportações com a reformulação da Agência Brasileira de Promoção de Exportações (APEX), em maio de 2003, e a criação do Comitê de Financiamento e Garantia das Exportações (COFIG), em fevereiro de 2004.

A PITCE foi mantida e aprofundada no segundo mandato do Presidente Lula, através da Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) que tinha como propósito promover um longo e sustentável ciclo de desenvolvimento produtivo. A meta para 2010 era elevar a participação do Brasil nas exportações mundiais para 1,25%. Vale salientar que o crescimento da economia chinesa impactou diretamente no desempenho das exportações brasileiras. Em 2010, 15,2% das exportações brasileiras tinham como destino o mercado chinês. Entretanto, a crise financeira mundial que eclodiu em 2008²⁷, comprometeu o alcance da mesma, tendo em vista que reduziu drasticamente as vendas do Brasil para o exterior. No que concerne ao comportamento das importações, verifica-se uma tendência crescente – US\$ 48.290 milhões, em 2002, US\$ 73.605 milhões, em 2005 e US\$ 173.106 milhões, em 2008 – que só foi interrompida, em 2009, pelo desaquecimento da economia mundial, quando o valor das importações atingiu US\$ 127.704 milhões.

Assim como no Governo anterior, a alíquota nominal de importações sofreu apenas alterações pontuais, não representando reversão da tendência em curso.

²⁷ Sobre a crise financeira mundial (crise do *subprime*) de 2008, ver Leite (2011).

Gráfico 2 – Evolução da Alíquota Média de Importação (%) – 2003 a 2010

Fonte: Fonte: Elaboração própria com base nos dados do MDIC.

Findos seus dois mandatos, assume o governo a Presidente Dilma Rousseff. Novamente, verifica-se mais elementos de continuidade do que de ruptura com as gestões anteriores. O primeiro biênio do governo Dilma (2011-12) foi marcado, no âmbito externo, pelos desdobramentos das crises internacionais (crise do *subprime* e crise da zona do euro). Além disso, a retomada das negociações para concluir a Rodada de Doha da Organização Mundial do Comércio (OMC) estava sendo esboçada²⁸. Em dezembro de 2013, após quatro dias de reuniões, em Bali, na Indonésia, a OMC lançou o pacote conhecido como "Doha Light" que está erguido sobre três pilares, quais sejam: agricultura, com um compromisso de reduzir os subsídios às exportações; a ajuda ao desenvolvimento, que prevê uma isenção crescente das tarifas alfandegárias para os produtos procedentes dos países menos desenvolvidos, e a facilitação de intercâmbios, que pretende reduzir a burocracia nas fronteiras.

No âmbito interno, o setor industrial pressionava o governo por um maior ativismo na política comercial, tendo em vista o crescimento das importações – que passaram de US\$ 48.090 milhões, no primeiro trimestre de 2011, para US\$ 57.493 milhões, no segundo trimestre de 2012 –, assim como a perda de participação dos produtos manufaturados no total das exportações brasileiras. Nesse cenário, intensificaram-se as demandas por proteção do comércio e da produção nacional.

²⁸ A rodada de Doha se constitui em uma série de reuniões da Organização Mundial do Comércio, iniciadas em 2001, que visam diminuir as barreiras comerciais em todo o mundo, com foco no livre comércio para os países em desenvolvimento.

A resposta do governo a essas pressões foi dada em 02 agosto de 2011 com o lançamento do Plano Brasil Maior (PBM). De acordo com o balanço executivo, o PBM é

a política industrial, tecnológica e de comércio exterior do governo Dilma Rousseff que surge num contexto conturbado da economia mundial. De um lado os países desenvolvidos mergulhados numa crise sem precedentes desde a Grande Depressão de 1929, podendo levar o mundo para uma crise sistêmica. De outro o vigor econômico dos países emergentes, liderados pelo crescimento chinês, tem garantido o crescimento mundial e evitado o *débâcle*. (BRASIL/PBM, 2013, p. 21).

O desafio do Plano é, portanto, sustentar o crescimento econômico em um cenário econômico adverso e levar o país a uma posição melhor – em termos de mudanças estruturais - e anterior à crise. Ainda que medidas específicas de política comercial destinadas à defesa do mercado interno tenham sido adotadas, elas ocuparam uma posição secundária no conjunto de políticas anunciadas pelo governo.

A defesa do mercado doméstico foi feita, basicamente, pela implementação de medidas para estimular as exportações e os investimentos, bem como pela preferência dada aos produtos nacionais nas compras governamentais. Ainda com esse propósito, foi intensificado o uso de mecanismos – condicionamento de concessão a incentivos fiscais e creditícios – que aumentassem o conteúdo nacional dos produtos industriais. Com essa prioridade, os compromissos internacionais na OMC foram relegados, até certo ponto, a segundo plano.

Em 2012, a decisão do MERCOSUL que autorizou seus membros a aumentar, temporariamente, as alíquotas do imposto de importação de cem produtos não constantes na Lista de Exceções Nacional, reforçou o viés protecionista da política comercial. Nesse mesmo ano, um conjunto de novas medidas, que incluía expansão dos créditos do Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), foi lançado pelo governo o que confirma o papel central atribuído a essa instituição na implementação das políticas de exportação e investimento (VEIGA; RIOS; CORNET, 2013).

A isso, somaram-se as iniciativas para a desoneração da folha de pagamentos dos setores mais intensivos em mão-de-obra, o aumento da proteção à produção doméstica – particularmente na forma da elevação de um ponto percentual sobre os encargos de PIS/COFINS cobrados sobre os produtos importados – e o novo regime automotivo. Essas iniciativas foram complementadas por uma miríade de programas desenhados para setores específicos, com incentivos variados, além de medidas já anunciadas em pacotes anteriores, mas ainda não implementadas. (VEIGA; RIOS; CORNET, 2013, p. 2).

As medidas de política industrial e comercial adotadas pelo governo buscaram garantir que os benefícios decorrentes da expansão do consumo doméstico não fossem capturados pelas importações, mas sim pela produção nacional. Foge ao escopo desta tese fazer uma avaliação

mais profunda das medidas implementadas pelo Governo Dilma e seus impactos sobre a economia.

3.3.2. O Processo de Abertura Financeira²⁹

No Brasil, a experiência de abertura financeira – assim como a de abertura comercial – constituiu-se em uma resposta a desequilíbrios internos e pressões externas. Com a intensificação da abertura da economia brasileira para o comércio externo, a partir dos anos 1990, aliada à adoção do regime de âncora cambial, o déficit nas transações correntes apresentou uma trajetória ascendente que contribuiu para deteriorar o saldo do Balanço de Pagamentos. A abertura financeira aparecia, portanto, com dupla função: ampliar o grau de mobilidade de capitais no país e auxiliar o financiamento dos déficits em transações correntes que seriam gerados nos primeiros anos de abertura comercial.

De acordo com Prates (1997), a abertura da economia nacional aos mercados financeiros internacionais envolve três esferas, quais sejam: o ingresso de capital (*inward transactions*), a remessa de capital (*outward transactions*) e o grau de conversibilidade dos ativos nacionais em moeda estrangeira. Para Freitas e Prates (2001, p. 84), “*a abertura financeira de uma economia envolve dois processos independentes: a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos (ou seja, dos movimentos de capitais) e a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional*”. Dessa forma, as reformas implementadas ao longo das três fases de abertura financeira buscaram atingir cada uma dessas esferas permitindo, assim, a adequação da legislação doméstica às mudanças em curso na economia internacional. Com isso, o governo pretendia reinserir a economia brasileira no mercado financeiro mundial eliminando as restrições e reduzindo os custos de transação envolvidos nas operações financeiras.

Com a captação de recursos possibilitada pela emissão de dívidas e títulos no mercado internacional e com a entrada de investimentos diretos, os déficits em conta corrente passaram a ser financiados pelos superávits na conta de capital. Assim sendo, utilizar a entrada de capitais voláteis para financiar os déficits comerciais foi a estratégia adotada pelo governo brasileiro no

²⁹ Hermann (2002, Cap. 8) foi a principal referência utilizada para descrever a experiência brasileira de abertura financeira, até o início dos anos 2000.

início do processo de abertura econômica. Ao longo dos anos, os choques externos e a consequente interrupção do fluxo de capitais para as economias emergentes foram evidenciando os riscos dessa escolha, bem como sua sustentabilidade no longo prazo.

3.3.2.1 A primeira fase da abertura financeira: 1987 a 1993

O contexto macroeconômico da primeira fase da abertura financeira foi caracterizado, essencialmente, pela tendência de elevação da inflação iniciada em fins da década de 1970. Com o propósito de facilitar a adaptação do sistema financeiro nacional ao ambiente de contínua aceleração inflacionária, o governo brasileiro promoveu uma ampla desregulamentação no setor bancário. Além disso, as mudanças implementadas na legislação relativa ao fluxo de capitais tinham por objetivo reinserir a economia brasileira no mercado financeiro internacional, reduzindo as barreiras existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio e permitindo que os residentes tivessem acesso às novas modalidades de financiamento externo, principalmente, por meio da emissão de ações e títulos no mercado de capitais internacional.

No que tange à desregulamentação bancária, a Resolução 1524/88 promoveu uma dessegmentação no Sistema Financeiro Brasileiro, seguindo o modelo dos EUA, que rompeu com o modelo segmentado que havia sido instituído pela reforma da década de 1960. A reforma bancária de 1988 também promoveu modificações no sistema de concessão de autorização para a abertura de novas instituições financeiras. As alterações inseridas pela desregulamentação da atividade bancária impactaram na estrutura desse mercado que se tornou mais concentrado e foi rapidamente dominado pelos bancos múltiplos. De acordo com Hermann (2002),

no primeiro ano de vigência da nova lei bancária (1989), 114 bancos múltiplos foram constituídos no país, sendo a maioria fruto da transformação de (ou fusão) bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras, APE e até corretoras e distribuidoras de valores. (HERMANN, 2002, Cap.8, p. 267).

Na primeira fase da abertura financeira brasileira, as mudanças na legislação sobre os fluxos de capitais estiveram concentradas, essencialmente, nas transações que envolviam o ingresso de capital estrangeiro no mercado financeiro nacional, ainda que em menor proporção tenham atingido os outros canais de abertura. O ponto de partida para a desregulamentação das *inward transactions*, foi a Resolução 1289/87 do Conselho Monetário Nacional que regulamentou os investimentos de não-residentes no mercado de capitais brasileiro. A partir desse momento, foi autorizada a aquisição de ações e debêntures de empresas brasileiras por

investidores estrangeiros nas seguintes modalidades: mercado de capital de renda variável, mercado de capitais de renda fixa e mercado de capitais de títulos de privatização. Ao longo dos anos, as modalidades de investimento estrangeiro foram sendo criadas e liberadas por meio da criação dos anexos à resolução supracitada. O quadro 3 resume as principais medidas nesse sentido.

Quadro 3 – Modalidades de Investimento Estrangeiro Criadas/Liberadas no Período 1987-93

Área	Documento	Modalidade de Investimento
Mercado de capitais - renda variável.	Resolução 1289, 19/03/87.	Autorizou o ingresso de capital estrangeiro no mercado de capitais brasileiro através da constituição de Sociedade de Investimento - Capital Estrangeiro (SICE) no país – Anexo I à Res. 1289/87.
	Resolução 1289, 19/03/87.	Autorizou o ingresso de capital pela formação de Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE) no país – Anexo II à Res. 1289/87.
	Resolução 1289, 19/03/87.	Autorizou o ingresso de capital através da constituição de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários - Capital Estrangeiro (CTVCE) no país de origem – Anexo III à Res. 1289/87.
	Resolução 1832/91.	Criou a modalidade de Investimento Direto Institucional Estrangeiro – Anexo IV à Res. 1289/87.
Mercado de capitais - títulos de privatização.	Lei 8031/90.	Criou o Fundo de Privatização-Capital Estrangeiro.
Mercado de capitais - renda fixa.	Resolução 1743/90.	Autorizou os bancos e demais instituições financeiras a captarem recursos externos para repasse ao mercado doméstico, no âmbito da Res. 63, através da emissão de <i>commercial papers</i> .
	Resolução 1835/91.	Incorporou <i>notes</i> e <i>bônus</i> ao elenco de instrumentos de <i>funding</i> para as “operações 63”, podendo os títulos serem emitidos a taxas fixas ou flutuantes e contando com isenção de imposto de renda sobre os encargos financeiros nas operações com prazos superiores a dois anos.
	Resolução 1848/91.	Criou o Anexo V à Resolução 1289/87, que regulamentou as emissões de ações de empresas brasileiras no mercado internacional (ADR), através de lançamentos em bolsas de valores ou de operações de balcão.
	Resolução 2034/93.	Criou o Fundo Renda Fixa de Capital Estrangeiro (FRFCE) – Anexo VI à Res. 1289/87. As aplicações em títulos de renda fixa, que antes ingressavam pelo Anexo IV, foram transferidas para o Anexo VI, que, a partir de então, passou a registrar separadamente estas operações.

Fonte: Hermann (2002, Cap. 8, p. 269) e Prates (1999, p. 20-21).

Desde 1975, a entrada de capitais por meio das Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro (SICE) já dispunha de regulamentação. Todavia, a partir de 1987, essa modalidade passou a contar com os benefícios fiscais – isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital e alíquota zero para o Imposto sobre Operações Financeiras – concedidos pela Resolução 1289/87. Além das Sociedades de Investimento, o capital estrangeiro ainda poderia entrar no país por meio da formação de Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE) e de Cotas de Investimento – Capital Estrangeiro (CICE). Entretanto, somado ao ambiente instável da economia brasileira, o alto custo para formação de uma nova pessoa jurídica na forma CICE,

FICE ou CICE e as exigências de capital mínimo, de composição do capital e de diversificação da carteira de ativos foram fatores que se sobrepuseram aos benefícios fiscais concedidos para atrair o ingresso de capital estrangeiro. Dessa forma, não se verificou uma entrada significativa do capital privado, por essas modalidades.

Diante desse quadro e buscando atrair capital externo para viabilizar as privatizações das empresas estatais inseridas no Programa Nacional de Desestatização (PND), o governo aprovou a Lei 8031/90 que criou e regulamentou o Fundo de Privatização-Capital Estrangeiro. Esse fundo gozava dos mesmos benefícios fiscais concedidos aos investimentos dos Anexos I a III da Resolução 1.289/87 e tinha como meta adquirir os títulos e valores mobiliários das empresas que se encontravam em processo de privatização. Dadas as incertezas que rondavam o processo de privatização das estatais brasileiras, bem como as dúvidas em relação à situação política do Brasil, essa estratégia também não logrou êxito na tarefa de atrair o fluxo de capital privado para o mercado financeiro nacional.

Com a criação do Anexo IV, em maio de 1991, pela Resolução 1832, foi dado um passo decisivo no tocante a abertura do mercado de capitais brasileiro. Por essa modalidade de investimento, além dos investidores terem acesso aos mesmos benefícios fiscais concedidos nos Anexos I a III, podiam contar com uma maior flexibilidade em dois pontos fundamentais: i) na composição mais abrangente que permitia a aquisição de valores mobiliários de companhias abertas (Prates, 1999); e ii) na forma de ingresso, já que esta podia ser feita de maneira direta para os investidores institucionais. Desse modo, “*instituições financeiras, fundos de investimento e pensão e companhias de seguro de não-residentes foram autorizados a negociar no mercado de capitais brasileiro em seu próprio nome, eliminando-se a exigência de constituição de nova pessoa jurídica especificamente para este fim*” (HERMANN, 2002, Cap. 8, p. 270).

Ainda no início dos anos 1990, foram implementadas três medidas adicionais que se constituíram em importantes canais da abertura do mercado de capitais e do sistema bancário brasileiro, no que concerne ao segmento de renda fixa, a saber:

- (a) a inclusão de *comercial papers* (títulos de renda fixa de curto prazo) entre as fontes de captação externa capazes de financiar operações de repasse no âmbito da Resolução 63 (Res. 1743/90); (b) a inclusão de *notes* e *bônus* (títulos de médio e longo prazo) entre as fontes de captação externa das “operações 63” (Res. 1835/91), podendo estes títulos serem emitidos a taxas fixas ou flutuantes e contando com vantagens fiscais; (c) a criação do Anexo V à Resolução 1289/87 (Res. 1848/91), que regulamentou as emissões de ações de empresas brasileiras no mercado internacional (HERMANN, 2002, p. 271-271).

O financiamento das operações 63, originalmente, era feito apenas por meio da captação de empréstimos nos bancos estrangeiros. Contudo, a crise da dívida latino americana e a tendência à securitização das dívidas dos países desenvolvidos, causou um desinteresse desses bancos na concessão de empréstimos para financiar nos investimentos inseridos nessa modalidade. A resposta dada pelo governo às modificações no cenário externo foi a ampliação das fontes de captação externa para a realização de tais operações, que incluíam a autorização concedida as empresas não-financeira para emissão, no mercado externo, de *commercial papers*, *bônus*, *notes* e títulos de médio prazo lastreados nas receitas futuras de exportação.

Ainda no que se refere à captação de recursos externos, o Anexo V – que tratava da emissão de ações de empresas brasileiras no mercado internacional – criou um novo instrumento de negociação de ações em duas modalidades. O ADR (*american depositary receipts*) seria a modalidade utilizada para a emissão de ações no mercado norte-americano, e o IDR (*international depositary receipts*), para aquelas que fossem emitidas em outros mercados estrangeiros. Uma série de fatores contribuiu para que a evolução nos negócios com DR (*depositary receipts*) se desse de maneira lenta. A necessidade e adaptação das empresas brasileiras emissoras de papel aos padrões de exigência mais rígidos verificados nas bolsas internacionais e a eliminação do risco cambial dos papéis emitidos no Brasil, após a adoção da âncora cambial, que atuou como um desincentivo para os investidores assumirem os riscos das ações brasileiras no mercado externo, explicam, em grande medida, a lenta evolução dos investimentos estrangeiros através desse instrumento de negociação.

Em 1993, a Resolução 2034/93 do CMN criou o Fundo de renda Fixa/Capital Estrangeiro (FRFCE) que deu origem ao Anexo VI. Os investimentos realizados por esse canal estavam submetidos as mesmas exigências operacionais dos Anexos I a III. De acordo com o exposto por Prates (1999), a desvantagem dessa modalidade de investimentos residia na incidência de uma alíquota de IOF de 2% (nos Anexos supracitados essa alíquota era de 0%). A criação desse Anexo atuou mais como uma medida de controle do que, de fato, como uma medida de abertura da conta de capitais.

Em outubro de 1994, diante do forte ingresso de capital no Brasil e da necessidade de evitar que, diante do regime de câmbio fixo, isto expandisse demasiadamente a base monetária, a alíquota do IOF foi elevada para 9%. Em março de 1995, sob a pressão da fuga de capital provocada pela crise cambial mexicana (em dezembro de 1994), este percentual foi reduzido para 5%. Desde então, a alíquota de IOF sobre os investimentos do FRFCE sofreu diversas alterações, de acordo com o objetivo do governo no sentido de atrair ou desincentivar o ingresso de capital no Brasil. (HERMANN, 2002, Cap. 8, p. 272).

Até 1993, essas foram as principais medidas adotadas pelo governo no sentido de promover a abertura no eixo da flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro.

No que se refere às *outward transactions*, as principais medidas atuaram no sentido de liberalizar as operações de serviços não-fatores e de Transferências Unilaterais da conta de Transações Correntes. Em 1988, a Resolução 1552/88 criou o segmento flutuante do mercado de câmbio. A partir desse momento, as empresas do setor de turismo e as Instituições Financeiras obtiveram autorização para compra e venda de câmbio a taxas que eram pactuadas, livremente, entre as partes envolvidas nas transações. Além disso, a Circular 1533/89 autorizou essas instituições a realizar operações de arbitragem com moeda tanto no segmento comercial, quanto no segmento flutuante do mercado de câmbio.

Entre 1989 e 1992, as operações realizadas no segmento flutuante foram sendo gradualmente ampliadas. A Circular 2172/92 promoveu uma ampla liberalização nesse segmento do mercado cambial, ao incluir quase todas as transações referentes aos serviços não-fatores e às transferências unilaterais. Ademais, foram autorizadas as operações de arbitragem entre Instituições Financeiras sediadas no Brasil e no exterior, bem como a manutenção, pelas instituições locais credenciadas, de contas em moedas estrangeiras (ibid, Cap. 8).

Fazia-se necessário ainda adequar a regulamentação das contas de não-residentes (contas CC-5), tendo em vista que a remessa de divisas ao exterior encontrava-se limitada pelo montante em moeda estrangeira ingressado na mesma conta, fato que não permitia a utilização dessas contas como canal de investimento do Brasil para o exterior. Com essa finalidade, em 1992, foi criada, pela Circular 2259/92, uma subconta – Contas Livres de Instituição Financeira – no registro das contas bancárias dos não-residentes. Essa subconta, diferente das CC-5, gozava de isenção de limites para compra e venda de moeda estrangeira. A partir de então, o mercado de câmbio flutuante se tornou a principal porta de entrada e saída de capital de curto prazo no Brasil. O quadro 4 resume as principais medidas que foram adotadas, no que se refere a remessa de divisas para o exterior.

Quadro 4 – Principais Medidas de Abertura Financeira no Período 1987-93 – Remessa de Divisas

Área	Documento	Medidas
Mercado cambial.	Resolução 1552/88.	Criou o segmento de taxas flutuantes no mercado de câmbio, autorizando empresas (inclusive bancos) credenciadas a realizar operações de compra e venda de câmbio de viajantes a taxas livres, sujeitas às condições de: a) cumprimento da exigência de capital mínimo até 31/12/89 (conforme Circ. 1402/88); b) limite de venda de US\$ 4 mil por viajante e por viagem, exceto nas operações relativas a pacotes turísticos regulamentados pela Embratur (Empresa Brasileira de Turismo, estatal).
	Circular 1553/89.	Autorizou as financeiras (soc. de crédito, investimento e financiamento) a operarem no mercado de câmbio flutuante (MCF).
	Circular 1500/89.	Incluiu diversas transações relativas a transferências unilaterais e serviços não-fatores no MCF.
	Circular 1533/89.	Autorizou as instituições financeiras credenciadas no MCF a realizarem operações de arbitragem de moedas entre os segmentos comercial e flutuante.
	Circular 1534/89.	Incluiu as remessas para pagamento de importação de softwares no MCF.
	Circular 1936/91.	Incluiu as despesas externas com cartão de crédito emitido no país no MCF.
	Circular 2343/93.	Elevou o limite de posição comprada das instituições financeiras em dólares, de US\$ 2 milhões (por instituição) para US\$ 10 milhões.
Operações bancárias.	Circular 2172/92.	Incluiu toda a movimentação de contas bancárias de não-residentes (pessoas físicas e jurídicas), conhecidas como “contas CC-5” (em alusão à Carta-Circular nº 5, que as regulamentou, em 1969), no MCF.
		Autorizou operações de arbitragem entre instituições financeiras sediadas no Brasil e no exterior.
		Autorizou a manutenção de contas em moeda estrangeira pelas instituições locais credenciadas no MCF (“Depósitos em Moeda Estrangeira - De Livre Movimentação”).
	Carta-Circular 2259/92.	Criou a sub-conta “Contas Livres – De Instituição Financeira” nas contas CC-5 (oficialmente denominadas “Depósitos de Domiciliados no Exterior”).

Fonte: Hermann (2002, Cap. 8, p. 274).

Por fim, no que concerne ao terceiro canal de abertura financeira identificado por Prates (1999), o grau de conversibilidade do Balanço de Pagamentos, não se verificaram mudanças significativas até 1991. As dificuldades externas enfrentadas pelo país em 1989 levaram o governo a determinar, através da Resolução 1565/89) a centralização do mercado de câmbio. As remessas de divisas para pagamentos de juros e amortizações da dívida pública, bem como para envio de lucros e dividendos passaram a ser previamente avaliadas pelo Banco Central. Apenas em 1991, os pagamentos externos começaram a ser gradualmente liberados pelo governo. Para o período 1992-93, apenas duas medidas contribuíram para ampliar o grau de conversibilidade das operações financeiras do Brasil com o mercado externo: “a autorização para que instituições financeiras locais mantivessem depósitos em moeda estrangeira e o aumento do limite de posição comprada (saldo positivo das operações cambiais a cada dia) destas instituições em dólares, de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões (Circ. 2343/93)” (HERMANN, 2002, Cap. 8, p. 276).

3.3.2.2 A segunda fase da abertura financeira: 1994 a 1998

A segunda fase da abertura financeira tem início no último ano do Governo Itamar Franco (1992-94) e se estende até o final do primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-98). Nesse período, verificou-se a realização de um esforço de reintegração da economia brasileira ao mercado financeiro internacional. Esse esforço se materializou, primeiramente, pela conclusão do acordo de negociação da dívida externa – nos moldes propostos pelo Plano Brady – e pela adesão ao Acordo de Capitais de Basiléia que impôs uma regulamentação prudencial ao sistema financeiro mundial³⁰.

O foco da política macroeconômica estava voltado para a estabilização de preços e a liberalização do mercado financeiro foi utilizada como suporte para o alcance desse objetivo. Em 1994, ainda no Governo Itamar e com FHC no Ministério da Fazenda, foi lançado um plano de estabilização que estava baseado na utilização de uma âncora cambial: o Plano Real. A experiência de estabilização via ancoragem cambial, já vinha sendo adotada, com relativo *sucesso*, em algumas economias emergentes³¹.

O esforço de reinserção do país no mercado de capitais internacionais era decorrente, em parte, da necessidade de atrair capital para financiar os déficits em conta corrente, que resultavam da maior abertura comercial, mas também refletia uma exigência da estratégia de estabilização de preços que fora adotada. Assim sendo a implementação de medidas de ampliação do grau da abertura financeira esteve diretamente relacionada à necessidade de atrair capital externo como condição necessária para a existência da âncora cambial e, conseqüentemente, para a viabilização do Plano Real.

Durante essa fase, a economia mundial experimentou três crises cambiais, deflagradas nos mercados emergentes, que tiveram impactos significativos na condução da política de liberalização financeira da economia brasileira, a saber: a crise do México, em 1995; a crise dos Tigres Asiáticos, em 1997 e a crise da Rússia, em 1998. Entre 1994 e 1996, houve um aprofundamento da abertura financeira, especialmente no que tange as transações de saída de capital (*outward transactions*), tendo em vista que as *inward transactions* já haviam sido amplamente liberalizadas no período anterior. Para essas transações, o que se verificou foi uma ampliação das operações permitidas em algumas modalidades de investimento externo que já

³⁰ Para uma análise dos Acordos de Capitais de Basiléia (I, II e III), consultar Leite e Reis (2011).

³¹ Sobre a experiência de estabilização de preços via ancoragem cambial, vide Hermann (1999).

possuíam regulação (vide quadro 5). Nesse período, a novidade para o ingresso do capital externo foi a política de ampliação do grau de abertura do sistema bancário à entrada de bancos estrangeiros no país, implementada em meados de 1995. Através da Exposição de Motivos n. 311, o Ministério da Fazenda tornou claro que era do interesse do país permitir a entrada e/ou a ampliação da participação estrangeira no sistema financeiro nacional. Cabe ressaltar que essa decisão foi tomada levando-se em consideração o contexto de crescente fragilização do setor bancário, que se seguiu à estabilização de preços, decorrente das medidas contracionistas que foram utilizadas como resposta aos impactos da crise cambial mexicana e que impuseram uma contração de liquidez nesse setor (PRATES; FREITAS, 1999).

Quadro 5 – Principais Medidas de Abertura Financeira no Período 1994/96 – Ingresso de Capital

Medidas	Documento	Objetivo / Modo de Operação
Extensão das operações de repasse via Resolução 63/67.	Resolução 2148, 16/03/95.	Permite a captação de recursos externos pelos bancos para repasse ao setor agropecuário.
	Resolução 2170, 30/06/96.	Permite a captação de recursos externos pelos bancos para repasse ao setor imobiliário.
	Resolução 2312, 05/09/96.	Permite a captação de recursos externos pelos bancos para repasse ao setor exportador.
Criação do Fundo Mútuo de Investimento Estrangeiro em Empresas Emergentes.	Resolução 2247, 08/02/96.	Regulamenta a captação de recursos externos pelas empresas emergentes (patrimônio líquido até R\$ 60 milhões) através da formação de fundos mútuos de investimento voltados às aplicações em títulos dessas empresas (mínimo de 75% do capital investido).
Criação do Fundo Mútuo de Investimento Estrangeiro Imobiliário.	Resolução 2248, 08/02/96.	Regulamenta a captação de recursos externos pelo setor imobiliário através da formação de fundos mútuos de investimento voltados às aplicações em títulos de empresas do setor (mínimo de 75% do capital investido).

Fonte: Hermann (2002, Cap. 8, p. 299).

A regulação para a saída de capitais passou por mudanças significativas. Na segunda metade de 1994, três medidas importantes foram tomadas com o propósito de liberalizar o fluxo de capitais. Primeiramente, o governo concedeu autorização para que os residentes adquirissem, através dos Fundos de Investimento no Exterior (FIE), títulos da dívida externa no mercado internacional. Além disso, as instituições financeiras autorizadas a operar com câmbio tiveram um aumento no limite de sua posição comprada. De acordo com Hermann (2002, Cap. 8, p. 299), esse limite foi elevado para US\$ 50 milhões. Entretanto, em março de 1995, frente às dificuldades impostas pela crise mexicana, a Circular Bacen 2549/95 diminuiu esse limite para US\$ 5 milhões. Por fim, os limites de vendas de divisas para pagamentos externos diversos foram eliminados. O quadro 6 sintetiza as principais medidas de abertura financeira adotadas para a remessa de capitais ao exterior.

Quadro 6 – Principais Medidas de Abertura Financeira no Período 1994/96 – Ingresso de Capital

Medidas	Documento	Objetivo / Modo de Operação
Aumento do limite de posição comprada em dólares.	Circular 2449, 14/07/94.	Eleva de US\$ 10 milhões para US\$ 50 milhões o limite de posição comprada em dólares, por parte das instituições financeiras autorizadas a operar com câmbio no país.
Criação do FIE (Fundo de Investimento no Exterior).	Circular 2485, 22/09/94.	Regulamenta os investimentos de residentes em ativos externos, devendo o FIE deter um mínimo de 60% em títulos da dívida externa brasileira negociados no mercado internacional (títulos Brady). Fundos mútuos de investimento e de pensão locais foram autorizados a aplicar até 10% de seu patrimônio líquido em quotas de FIE.
Venda de divisas a residentes no país.	Circular 2494, 19/10/94; Circular 2685, 16/05/96.	A primeira Circular eliminou o limite de US\$ 4 mil para venda de divisas a viajantes (desde que comprovada a viagem), bem como para operações de transferências unilaterais e para pagamentos de praticamente todos os tipos de despesas relacionadas a serviços não-fatores. A segunda ampliou o leque de serviços não-fatores cujos pagamentos ficaram isentos de limites.
Liberalização das contas de não-residentes.	Circular 2677, 10/04/96.	Regulamentou a abertura e movimentação de contas de não-residentes no país, em reais, eliminando a exigência de identificação das pessoas físicas ou jurídicas envolvidas em operações inferiores a R\$ 10 mil. Nas operações de valor igual ou superior a este, a identificação é necessária, mas não há qualquer limite à conversão dos saldos em dólares para remessa ao exterior. Esta Circular revogou a Carta-Circular nº 5/69 que, até então, era a principal peça regulatória das contas de não-residentes no Brasil.
Criação dos BDR (Brazilian Depositary Receipts).	Resolução 2318, 1996.	Instrumento semelhante aos ADR, envolvendo, porém, a negociação de ações de empresas não-residentes nas bolsas de valores brasileiras (Bovespa e BVRJ, à época).

Fonte: Hermann (2002, Cap. 8, p. 300).

A ocorrência da crise cambial mexicana interrompeu o fluxo de capitais externos para as economias emergentes, levando a uma perda de reservas de US\$ 10 bilhões, no período entre dezembro de 1994 e abril 1995. O governo brasileiro reagiu, rapidamente, a esse episódio através da utilização dos mecanismos convencionais de contenção de fuga de capitais (aumento na taxa de juros, venda de dólares pelo Bacen e oferta de *hedge* cambial). Em meados de 1995, a retomada do ingresso de capitais associada à ampliação do grau de abertura financeira levou o governo a implementar medidas de controle à entrada de capital, de modo que a taxa de câmbio fixada pela autoridade monetária não fosse comprometida.

Com a recuperação do interesse externo no mercado brasileiro e retorno do fluxo de capitais, o processo de abertura financeira foi retomado. Em 1996, houve uma ampla liberalização das contas bancárias de não-residentes (CC-5). A circular 2677/96 eliminou os limites quantitativos impostos aos envios de recursos para o exterior, “*com base na conversão de saldos de contas tituladas por não-residentes, para transferências unilaterais e pagamento de serviços não-fatores veiculados no mercado flutuante de câmbio*” (HERMANN, 2002, Cap.

8, p. 300). A partir dessa liberalização, as remessas de recursos pelo mercado flutuante de câmbio – que já tinha se tornado o principal canal de movimentação de capitais a curto prazo, dada a sua regulamentação mais permissiva quando comparada à vigente no segmento comercial – passaram a ser constituídas por diversas operações, inclusive as relativas à arbitragem com juros, o que contribuiu para aumentar o déficit desse segmento do mercado cambial, que passou de US\$ 3,7 bilhões (1992-95) para US\$ 14,4 bilhões (1996).

Até esse momento, o regime cambial ainda tinha sido mantido. Contudo, a fuga de capitais prosseguiu e sua manutenção foi inviabilizada tanto pelas condições no mercado externo que estancaram a entrada de capitais necessária para sustenta-lo, quanto pelas condições impostas pelo acordo com o FMI que estipulava, entre outras coisas, uma meta mínima para o volume de reservas oficiais que vinham sendo erodidas ao longo do ano. Em janeiro de 1999 o governo brasileiro abandonou o regime de bandas cambiais substituindo-o pelo regime de câmbio flexível (Comunicado 6565/99). A mudança no regime cambial brasileiro marca o início da terceira fase de abertura financeira proposta nesse trabalho.

3.3.2.3 A terceira fase da abertura financeira: 1999 a 2013

A terceira fase da experiência de abertura financeira tem início com a mudança no regime cambial brasileiro e se estende desde o segundo governo FCH (1999-02) até os primeiros anos do Governo Dilma (2011-13), passando ainda pelos dois Governos do Presidente Lula (2003-06 e 2007-2010). Durante esse período, não se verificaram mudanças significativas na política de liberalização financeira. Ao contrário, com a flexibilização do câmbio, o governo adotou um novo modelo de política macroeconômica – baseado no tripé câmbio flutuante, superávit primário e Regime de Metas de Inflação (RMI) – que se aproximava, ainda mais, do modelo de liberalização financeira e que foi utilizado durante todos os governos supracitados.

Após a implementação do regime de câmbio flutuante, o governo perdeu o principal instrumento que vinha sendo utilizado para o controle inflacionário: a âncora cambial. Para preencher a lacuna deixada pela perda da âncora cambial, o Regime de Metas de Inflação (RMI) foi adotado, em junho de 1999, constituindo-se, até o presente momento, na opção da autoridade monetária brasileira para o alcance e manutenção da estabilidade dos preços. Como pretende-se mostrar ao longo da tese, a ampliação do grau de abertura comercial e financeira provocou

mudanças nas variáveis explicativas do comportamento dos preços domésticos, principalmente dos países que adotaram o regime de câmbio flutuante, comprometendo, até certo ponto, essa estratégia de controle da inflação.

O período que se estende de 1999 a 2013 não pode ser considerado homogêneo, no que diz respeito as condições econômicas internas e externas. De 1999 a 2003, o cenário econômico foi marcado por choques exógenos adversos que produziram perturbações internas e impactaram variáveis importantes como o câmbio, a inflação, a política monetária e o risco país (MODENESI, 2005, p. 6). Entre 2004 e 2008, entretanto, verifica-se a retomada do crescimento econômico e o aumento da liquidez internacional que, aliado à manutenção de uma política monetária restritiva e aos vultuosos saldos comerciais obtidos na balança comercial brasileira, promoveu uma valorização na taxa de câmbio. Finalmente, o período 2009-13 é marcado, essencialmente, pela crise econômica internacional, e seus desdobramentos, que afetou o crescimento econômico brasileiro e promoveu a adoção de algum controle do fluxo de capitais, ainda que de forma tímida.

De acordo com Freitas e Prates (2001), apesar de as políticas adotadas nos anos 1990 terem contribuído para a liberalização do movimento no mercado internacional capitais, especialmente no que se refere aos investimentos de portfólio, somente em 2000, o processo de liberalização e desregulamentação da conta de capital do balanço de pagamentos foi, de fato, concluído. No que concerne aos investimentos realizados por meio do mercado de câmbio comercial, houve uma flexibilização quanto às restrições que vigoravam sobre o tipo de instrumento a ser utilizado, à composição da carteira e à natureza do investidor. Com essas modificações, foram eliminadas as vantagens das contas de não-residentes (CC-5), no segmento flutuante do mercado de câmbio, como meio de investimentos estrangeiros de portfólio. Desse modo, o mercado financeiro brasileiro passou a ser totalmente aberto à entrada de investidores estrangeiros.

Essas mudanças trouxeram impactos, principalmente, para os investidores do setor de renda fixa que, a partir de então, passaram a poder aplicar livremente via mercado de câmbio comercial, mesmo que precisassem se cadastrar, como investidores de ações, junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As operações com renda fixa tornaram-se sujeitas à mesma tributação que incidia sobre as aplicações dos residentes: além do IOF, 20% sobre o ganho de capital. Para os investimentos feitos a partir do Anexo IV, além da permissão para entrada direta de pessoas físicas, as medidas implementadas eliminaram a necessidade da existência de um

representante legal, tendo em vista que as funções que antes eram exercidas pelo representante local passarem a ser atribuições do custodiante local. De acordo com Prates (1999), na maioria dos casos, a instituição responsável pela custódia também exercia as funções de administração local. A partir da nova regulamentação, mesmo fenômeno deve ser verificado com o representante.

No que tange à desburocratização das operações de emissão de títulos no mercado internacional, que já vinha sendo demandada pelos bancos que atuavam no lançamento dos mesmos, o prazo de fechamento das operações foi reduzido, as alterações no cronograma de pagamento não estavam mais sujeitas à autorização do Bacen e os bancos passaram a poder aplicar livremente os recursos captados no mercado doméstico (FREITAS; PRATES, 2001, p. 86). O quadro 7 traz algumas medidas de liberalização adotadas nos primeiros anos da terceira fase abertura financeira.

Quadro 7 – Principais Medidas de Abertura Financeira nos Primeiros anos Terceira Fase de Abertura

Área	Documento	Mudanças na gestão Armínio Fraga (primeiros anos da terceira fase de AF)
IEP no mercado financeiro local	Resolução 2.689, 26/01/2000.	<ul style="list-style-type: none"> - Extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o mercado de câmbio comercial (com exceção do Anexo III); - Instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Os investidores, tanto em renda fixa quanto em variável, precisam constituir um representante no país (e um co-representante, se este não for instituição financeira), responsável pela efetivação e atualização do registro bem como pelo fornecimento de informações ao Banco Central e à CVM.
Emissão de títulos no exterior	Resolução 2.770, 30/08/2000	<ul style="list-style-type: none"> - Revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. - Eliminou a exigência de autorização do Bacen para qualquer tipo de captação de recursos – assim, o regime passou de autorizativo para declaratório – e o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos. - Manteve a cobrança de IOF de 5% sobre as operações com prazo inferior a 90 dias.

Fonte: Elaboração Própria com base em Freitas; Prates (2001, p. 87).

O ápice do movimento de liberalização financeira foi atingido durante os anos 1999 e 2000, quando ocorreu a abolição nas diferenças entre os Anexos da Resolução 1289/87, por meio das Resoluções BC 2591/99, 2628/99 e 2770/00. O que se verifica, a partir dos anos 2000, é a busca pela simplificação e desburocratização do movimento de capitais com o exterior materializada na redução das restrições operacionais, na eliminação de grande parte das exigências burocráticas e dos custos de transação à entrada e saída de capitais.

Seguindo essa tendência de gradualismo liberalizante, o Governo Lula deu prosseguimento as medidas iniciadas no Governo Collor e aprofundadas nos dois Governos FHC. As medidas implementadas tinham um caráter complementar às anteriores e buscavam, principalmente, criar novos canais institucionais para a movimentação do fluxo de capitais com o exterior. O quadro 8 resume as principais medidas liberalizantes implementadas ao longo dos anos 2000.

Quadro 8 – Principais Medidas de Abertura Financeira nos Anos 2000

Normativo	Ementa
Circular 3.027/01 (<i>inward</i>)	Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) para empréstimos e captação de recursos no exterior com vínculo a Exportações.
Circular 3.037/01 (<i>inward</i>)	Permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior.
Decisão-Cj 9/01 (<i>in/out</i>) Autoriza DTVMs a intermediarem operações no MCTL.	Autoriza DTVMs a intermediarem operações no MCTL.
Circular 3.187/03 (<i>outward</i>)	Permite remessas de capital ao exterior através de TED.
Lei 10.755/03 (<i>outward</i>)	Reduz multa sobre remessas para pagamento de importação.
Resolução 3.217/04 (<i>outward</i>)	Permite liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo.
Circular 3.249/04 (<i>in/out</i>)	Permite pagamentos de serviços de transporte internacional por exportadores e importadores (inclusive previamente ao embarque).
Resolução 3.250/04 (<i>outward</i>)	Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante conferência internacional de ações, dação ou permuta de participação societária detida por residentes, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira.
Circular 3.280/05 (<i>in/out</i>)	Divulga o novo RMCCI, de caráter liberalizante e desburocratizante, extinguindo o antigo regulamento (CNC).
Resolução 3.311/05 (<i>in/out</i>)	Pulveriza e amplia operações de câmbio dentre os agentes autorizados a operar no mercado.
Resolução 3.312/05 (<i>outward</i>)	Permite contratação de câmbio para fins de operações de <i>hedge</i> no exterior, por pessoas físicas ou jurídicas residentes no país
Circular 3.292/05 (<i>in</i>)	Extingue a exigibilidade de recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio
Circular 3.304/05 (<i>out</i>)	Permite IFs aplicarem em fundos de investimento no exterior.
Circular 3.305/05 (<i>in/out</i>)	Permite transferências financeiras relativas a investimento no exterior por parte de administradores de Fundos de Dívida Externa
Circular 3.307/05 (<i>in/out</i>)	Extingue limite para posição de câmbio comprada ou vendida dos bancos autorizados a operar em câmbio
Medida Provisória 315/06, convertida na Lei 11.371/06 (<i>in/out</i>)	Permite manutenção de recursos de exportação no exterior; permite registro do investimento estrangeiro sem ingresso de moeda estrangeira (“capital contaminado”); permite pagamento com reais em lojas francas; extingue a multa de atraso de pagamento de importação da lei 10.755/03; eliminou exigência de contrato de câmbio em operações até USD 3mil.
Res.3.412/06 (<i>out</i>)	Fim das restrições para aplicações no exterior, no mercado de capitais por pessoas físicas ou jurídicas em geral.
Res. 3.548/08 (<i>in</i>)	Permite aos exportadores manter no exterior 100% das exportações.
Res. 3.568/08 (<i>in/out</i>)	Estabelece a figura de Correspondente Cambial, ampliando rede de atendimento para câmbio em espécie (até USD 3 mil).
MP 442, convertida na Lei 11.882/08 (<i>in</i>)	Autoriza empréstimo do BC em M/E para assegurar liquidez ao sistema financeiro (medida anticrise).
Lei 11.803/08 (<i>in</i>)	Autoriza contas de depósito em reais por BCs e IFs estrangeiras que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional.

Circular 3.493/10 (<i>out</i>)	Amplia prazo para Tesouro captar recursos para resgatar antecipadamente papéis no exterior, de 360 para 750 dias.
Resolução 3.845/10 (<i>in</i>)	Permite manter no exterior por prazo indeterminado recursos captados via emissão de ações (<i>depository receipts</i>).

Fonte: Cunha; Van der Laan (2013, p. 35).

De acordo com Biancareli (2003), as principais mudanças dos anos 2000 estiveram relacionadas às *outward transactions*, tendo em vista que as transações relativas à entrada de capitais já haviam sido amplamente desreguladas na década de 1990, restando pouco espaço para avançar nesse sentido. Para Cunha e Van der Laan (2013, p.34), a facilitação de remessa por parte das empresas nacionais foi uma alteração importante na evolução de investimentos no exterior cursados no mercado oficial.

De um valor de até USD 1 milhão para investimento por pessoa jurídica não financeira em vigor até 2001, o limite foi ampliado para USD 5 milhões para transferências a esse título sem autorização prévia do BC (Consolidação das Normas Cambiais – CNC2.7.1.1), passando a ser irrestrito a partir de março de 2005. (Circular BC 3.280/05).

Ao longo dos anos 2000, a principal medida implementada pelo governo no sentido de consolidar o estágio atual de liberalização e aprofundá-lo foi a criação, em 2005, do Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), através das Resoluções BC 3.265/05 e 3.266/05 e da Circular BC 3.280/05. Para Van der Laan, Cunha e Lelis (2007, p. 4-5), “*com a instituição do RMCCI, o país experimenta seu mais avançado passo em direção à livre movimentação de capitais*” e caminha no sentido de

consolidar o processo de desregulamentação do regime cambial e de aprofundar o grau de conversibilidade da conta de capital, inserindo o Brasil de forma cada vez mais acentuada no modelo de gestão externa dos países desenvolvidos (ibid).

Através da nova regulamentação para o mercado de câmbio, pretendia-se: unificar os dois mercados cambiais, extinguir as contas CC-5 (o que facilitaria as remessas de recursos para o exterior) e dilatar o prazo para a cobertura cambial nas exportações. De acordo com Prates (2006), a extinção dessas contas significou uma liberalização adicional das saídas de capital, uma vez que eliminou os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertessem reais em dólares e os remetam ao exterior. Para o governo, a instituição do RMCCI eliminaria as assimetrias³² entre os dois segmentos – comercial e flutuante – do mercado cambial. As principais medidas tomadas nessa direção foram, de acordo com Sicsú (2006, p. 23): i) dilatação do prazo de internalização de recursos por parte dos exportadores para 210 dias, após a realização da exportação (anteriormente, esse prazo era de 20 dias após o recebimento do pagamento); ii) não previsão de finalidades e limites para o envio de recursos para o exterior; e

³² Sobre as assimetrias dos segmentos do mercado cambial e para uma avaliação crítica da proposta do Governo, ver Sicsú (2006).

iii) envio direto pelos bancos dos recursos ao exterior, sem qualquer necessidade de intermediários (anteriormente, esse envio era feito através dos depósitos nas contas CC-5 de instituições financeiras não residentes abertas nos bancos residentes).

O RMCCI substituiu a Consolidação das Normas Cambiais (CNC), reduzindo as exigências burocráticas para a realização de operações com câmbio no Brasil. Além disso, o novo Regulamento unificou os dois segmentos do mercado cambial que passou a celebrar as operações com taxas livremente pactuadas entre as partes, permitindo, assim, qualquer fluxo financeiro lícito ao exterior. Assim sendo, quaisquer pagamentos em moeda estrangeira passaram a ser permitidos, juntamente com as transferências para a formação de poupança e a constituição de disponibilidade financeira no exterior que, até então, era proibida. Ademais, pessoas físicas e jurídicas passaram a ser autorizadas a comprar e vender moeda estrangeira, sem limitação de valor e independente da finalidade, desde que celebrassem operações de câmbio com as instituições autorizadas (CUNHA; VAN DER LAAN, 2013). O quadro 9 apresenta a estrutura do mercado cambial antes e depois as instituições do RMCCI.

Quadro 9 – Principais Mudanças no Mercado de Câmbio Após a Instituição do RCMMI

Situação Anterior	Situação Atual
Dois segmentos no mercado de câmbio, com regras distintas e características próprias: o Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL) e o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), além do segmento das Transferências Internacionais em Reais (TIR), com regulamentação própria.	Um mercado único para as operações de câmbio, transferências internacionais em reais e ouro-instrumento cambial.
Transferências ao exterior somente podiam ser cursadas diretamente na rede bancária se estivessem contempladas e detalhadas na regulamentação do Banco	Pessoas físicas e jurídicas podem comprar ou vender moedas, ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, ficando dispensadas de autorização prévia do Bacen para a assunção de compromissos no exterior.
Regulamentação da venda de moeda estrangeira para fins de investimento no exterior restrita.	Permissão para que as pessoas físicas e jurídicas possam comprar e vender moeda estrangeira, para fins de aplicação no exterior, sem limitação de valor, diretamente da rede bancária, para: investimento direto, aplicações no mercado financeiro, aplicações no mercado de capitais e de derivativos.
Investimentos diretos no exterior eram permitidos até o limite de US\$ 5 milhões, por período não inferior a 12 meses, e não havia regulamentação para IED por parte de pessoas físicas.	Investimentos diretos no exterior, por parte de pessoas físicas e jurídicas não financeiras, podem ser efetuados sem qualquer restrição.
No caso de venda ou dissociação do empreendimento externo, o titular devia promover, de imediato, o retorno, ao país, dos recursos transferidos.	Fim da obrigatoriedade de retorno desses recursos, que podem ser livremente reaplicados no exterior.
Obrigatoriedade de envio ao Bacen de prestação de contas, comprovação da capitalização dos valores enviados ao exterior e dos documentos a serem apresentados ao banco negociador, da moeda estrangeira, nas operações de investimento direto no exterior.	Fim da obrigatoriedade de envio ao Bacen de qualquer comprovação do documento, nas operações relacionadas ao investimento direto no exterior.

Eram vedadas instruções para pagamento ou crédito no exterior, diretamente ao exportador ou a terceiros, exceto aquele relativo à comissão de agente e a parcelas de outra natureza devidas a terceiros.	Exportações conduzidas por intermediário no exterior, de valor inferior a US\$ 10.000, ou o equivalente em moeda estrangeira, estão autorizadas ao pagamento diretamente ao exportador ou a terceiros.
Não havia regulamentação para a verificação de cobertura cambial.	A cobertura cambial dá-se por meio da vinculação dos contratos aos registros de exportação com despachos averbados no Siscomex, da liquidação dos contratos de câmbio relativos à prestação de serviços ou da confrontação por CNPF/CPF do total das vendas ao exterior em relação ao total dos valores recebidos do exterior.
O contrato de câmbio devia ser celebrado pelo exportador constante o registro de exportação do Siscomex.	São aceitas, em alguns casos, vinculações de contrato de câmbio celebrado por pessoa diversa do exportador: fusão, cisão ou incorporação de empresas, empresas do mesmo grupo, decisão judicial; dentre outras.
Operações de câmbio simplificado de exportação eram restritas às exportações de mercadoria.	Operações de câmbio simplificado de exportação passam a contemplar as exportações de serviços.

Fonte: Prates (2005, p. 77).

Além dessas alterações, em fevereiro de 2006, a MP nº 281 sancionou a concessão de emissão de incentivos fiscais para que os investidores estrangeiros pudessem adquirir títulos da dívida pública interna. A despeito de essa aquisição já ter sido permitida, desde o ano 2000, a elevada carga tributária somada à atratividade dos derivativos relacionados à taxa de juros real tornaram irrisórios os investimentos nos títulos da dívida pública.

Com a eclosão da crise internacional, em 2008, e seus efeitos e desdobramentos adversos para o fluxo de capitais e o desempenho econômico dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, o governo adotou, ainda que de maneira tímida, algumas medidas macroprudenciais que se materializaram, essencialmente, através da alteração na alíquota de IOF sobre os ganhos de aplicações financeiras (Quadro 10), embora não tenha se verificado reversão na política de liberalização e abertura financeira iniciada em fins da década de 1980. Para Biancareli (2004, p. 2), apesar de, no plano estrutural, o movimento de abertura financeira ter sido cumulativo e na direção da desregulamentação, em alguns momentos foram utilizados instrumentos de natureza mais conjuntural, com o objetivo de adequar a entrada de recursos às necessidades domésticas.

Quadro 10 – Principais Medidas Macroprudenciais Adotadas Após 2007

Legislação	Modificações
Decreto 6.306/07 (<i>in/out</i>)	Institui novo regulamento básico do IOF (substitui decreto 4.494/2002).
Decreto 6.339/08 (<i>in/out</i>)	IOF sobre empréstimos até 90 dias (5,38%), importação e exportação de serviços (0,38%), demais operações de câmbio em 0,38% (caráter arrecadatório, substitui CPMF). Aplicações de estrangeiros isentas (0%).
Decreto 6.345/08 (<i>out</i>)	IOF sobre gastos no exterior de cartão de crédito internacional (2,38%).

Decreto 6.391/08 (<i>in/out</i>) Isenta	IOF sobre exportação de bens/serviços (0%), aplicações de fundos de investimento no exterior (0%), aplicações de investidor estrangeiro, em renda variável (bolsa) a 0% e em renda fixa e títulos em 1,5%.
Decreto 6.613/08 (<i>in</i>)	Isenta IOF sobre aplicações de investidores estrangeiros: 0% (medida anticrise).
Decreto 6.983/09 (<i>in</i>)	Impõe IOF de 2% sobre aplicação de estrangeiros no mercado financeiro e de capitais.
Decreto 7.323/10 (<i>in</i>)	Eleva IOF de 2% para 4% para ingressos de estrangeiros no mercado de renda fixa brasileiro. Permaneceu 2% para investimento em renda variável (ações e aplicações em bolsas e mercado futuro).
Decreto 7.330/10 (<i>in</i>)	Aumenta IOF em investimento estrangeiro em renda fixa, de 4% para 6%; introdução de nova alíquota de 6% sobre ingresso para constituição de margem de garantia requeridas por bolsa de valores ou mercantis e de futuros (era 0,38% para a BM&F – mercado futuro e derivativos). O IED segue sem IOF.
Decreto 7.412/10 (<i>in/out</i>)	Impõe IOF de 5,38% para empréstimos até 90 dias; alíquota de 2,38% para remessa referente a gastos com cartão de crédito internacional.
Decretos 7.456 e 7.457/11 (<i>in</i>)	IOF de 6% sobre empréstimos externos com prazo médio até 360 dias e, em seguida, até 720 dias (era 5,38% até 90 dias e 0% acima) – medidas restritivas de novos influxos, de caráter endógeno.
Circular 3.548/11(<i>in</i>)	Recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio acima de USD 1 bilhão. Caráter: restritivo. Para desmontagem de estratégias especulativas em posição de M/E (limite anterior de USD 3 bilhões imposto pela Circular 3.520/11, mostrou-se insuficiente).
Decreto 7.632/11 (<i>in</i>)	Afasta IOF sobre influxos de investimento estrangeiro em portfolio-ações (0%, era 2%, praticamente estagnando a Bovespa). Também eliminou o IOF sobre aplicação de estrangeiros em debêntures de LP para infraestrutura (alíquota era 6%).

Fonte: Cunha e Van der Lann (2013, p. 40).

Com a deterioração do ambiente financeiro internacional, desde 2011, o Ministério da Fazenda e o Banco Central vem utilizando não apenas as alterações da alíquota de IOF sobre os investimentos externos de portfólio, como também passaram a impor esse mesmo tipo de controle de capital sobre as captações externas, inclusive sobre empréstimos intercompanhias. Além dessas medidas, dois instrumentos regulatórios adicionais foram utilizados, quais sejam:

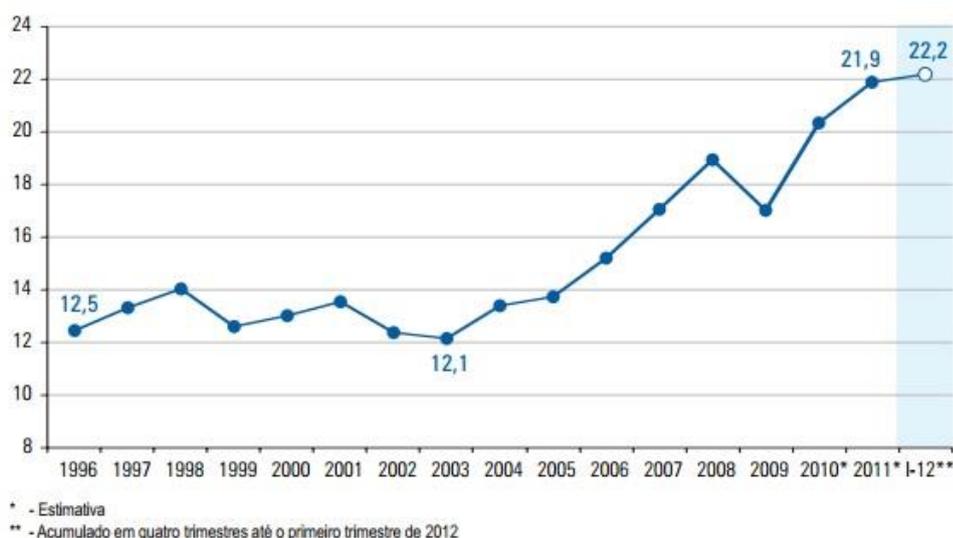
- (a) a regulação financeira prudencial, ao impor recolhimento compulsório sobre as posições vendidas dos bancos no mercado de câmbio à vista; e (b) a regulação das operações com derivativos cambiais, ao impor IOF de 1% sobre as posições líquidas vendidas nesses derivativos acima de US\$ 10 milhões. (CAGNIN et al, 2013, p. 175).

A despeito de ter utilizado medidas de controle macroprudenciais como resposta às modificações ocorridas no cenário externo, após a crise econômica mundial de 2007, o Governo Dilma prosseguiu com o movimento de liberalização no mercado financeiro doméstico, reafirmando a inserção da economia brasileira em uma rota cada vez mais acentuada de liberalização financeira.

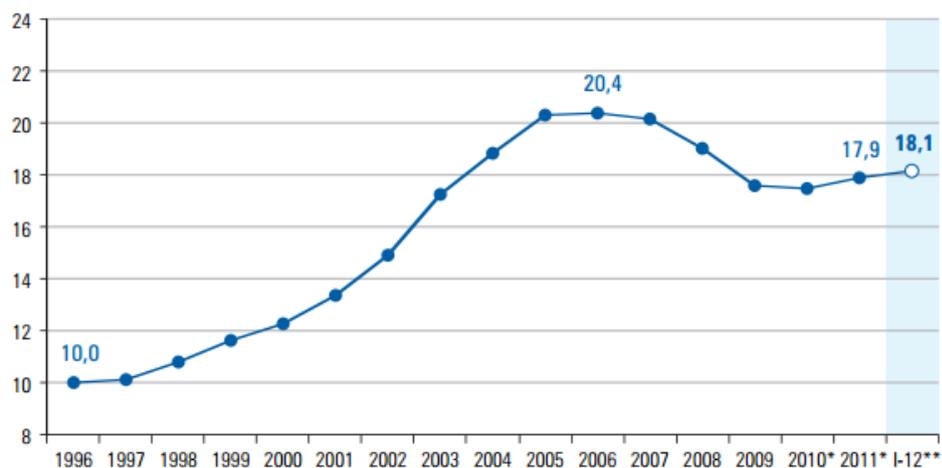
3.4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA AMPLIAÇÃO DO GRAU DE ABERTURA ECONÔMICA

A literatura empírica sobre o processo de abertura econômica verificado, principalmente a partir dos anos 1980, nos países desenvolvidos e em desenvolvimento é vasta. Em sua maioria, os estudos buscam relacionar a abertura das economias como o seu desempenho macroeconômico. No que tange à abertura comercial, Fernandes (1997) utilizou o instrumental desenvolvido por Gualda (1995) para calcular o grau de abertura dos setores industriais da economia brasileira, no período que se estende de 1992 a 1995. A partir da análise da razão entre importações, exportações e a produção interna do país, o estudo concluiu que houve uma expansão do grau de abertura comercial na economia brasileira. Outra forma de se mensurar a participação dos fluxos de comércio exterior nas economias é através da análise dos coeficientes de comércio exterior, quais sejam: o coeficiente de exportação, dado pela razão entre as exportações e o valor da produção da indústria, e o coeficiente de penetração de importações, que é a razão entre o valor das importações e o valor do consumo aparente de bens industriais (CNI, 2012, p. 9). Os gráficos 3 e 4 mostram a evolução desses coeficientes para a economia brasileira.

Gráfico 3 – Coeficiente de penetração de importações - Indústria geral (Preços constantes de 2007 – em %).



Fonte: CNI (2012, p.1).

Gráfico 4 – Coeficiente de exportação - Indústria geral (Preços constantes de 2007 – em %)

* - Estimativa

** - Acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2012

Fonte: CNI (2012, p.2).

Rodrigues (2008) desenvolveu um índice de abertura comercial que leva em consideração o tamanho do país. Através de uma regressão *cross-section* para o período de 1995 a 2006, na qual a variável dependente é a razão média do volume de comércio exterior e a independente é o tamanho médio do país (medido pelo PIB em dólares), a autora inclui o Brasil entre os 31 países com maiores graus de abertura comercial.

Para a abertura financeira, o recente estudo de Cunha e Van der Laan (2013) traz um *survey* sobre a literatura da mensuração do grau de abertura financeira. O trabalho de Quin (1997) pode ser considerado como referência para a construção de um índice de controle de capitais para mensurar a relação entre crescimento econômico e abertura financeira. O autor constrói um índice genérico, baseado nos dados disponibilizados pelos relatórios do FMI³³, que não leva em consideração as restrições sobre o fluxo de capitais de não-residentes. A conclusão do estudo evidencia que a abertura financeira, inclusive nos países latino-americanos, cresceu de forma significativa ao longo dos anos 1990.

Cardoso e Goldfajn (1997) também investigaram empiricamente os determinantes dos fluxos de capitais, construindo um índice de abertura financeira para o período de 1988 a 1995. Soihet (2002) aplicou a metodologia de Cardoso e Goldfajn (1997) através da construção de um índice de controle de capitais para o período 1990-2006. Analisou-se cerca de 200 normativos do Banco Central e do Ministério da fazenda, relativos à entrada e saída de capitais, que foram classificados como liberalizantes, restritivos ou regulamentares. Pires (2004) utilizou

³³ *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*.

como medida de abertura financeira o índice construído por Soihet (2002), sem levar em consideração as diferenças qualitativas no efeito dos normativos referentes à entrada e saída de capitais. Van der Laan (2006) estendeu o período de análise e avaliou o processo de liberalização da conta de capitais entre 1990 e 1995, por meio da construção de um índice *de jure* (Índice de Controle de Capitais) e de um índice *de fato* (Índice de Abertura Financeira) para a abertura financeira. De maneira genérica, a conclusão desses estudos foi a verificação da tendência de abertura gradual e crescimento da conversibilidade da conta de capitais, a partir da década de 1990.

Prasad *et al* (2003) argumentaram que era necessária a construção de índices quantitativos capazes de captar a abertura financeira de fato e não somente a dimensão que é capturada pelos aspectos normativos. Nesse estudo, é possível encontrar um *survey* da evidência empírica acerca da globalização financeira. Os autores argumentam que as ligações financeiras nos países em desenvolvimento cresceram no período recente. Faria *et al* (2009), ao analisar a relação entre a liberalização financeira e a performance macroeconômica da economia brasileira, por meio de um modelo VAR, constrói um índice de abertura financeira que leva em consideração a soma dos estoques brutos de ativos e passivos no exterior. Mais uma vez, os resultados apontam na direção de uma crescente abertura financeira.

Por fim, Cunha e Van der Laan (2013) construíram dois índices de abertura financeira, conforme proposto por Soihet (2002) e Van der Laan (2006), para o período mais recente (1995 a 2011). Até o ano 2000, foram analisadas 103 normas sobre o fluxo de capital contidas em Soihet (2002). De 2001 até setembro de 2005, os 84 normativos analisados já haviam sido elencados por Van der Laan (2006). Para o período mais recente, a consulta foi feita diretamente na legislação sobre câmbio e capital estrangeiro do Banco Central, da Receita e do Planalto. As medidas implementadas foram classificadas como restritivas, liberalizantes ou regulamentares. O resultado encontrado foi o seguinte: 129 medidas de natureza liberalizante, 48 de natureza restritiva e 141 consideradas neutras de um total de 318 medidas.

De forma geral, as evidências empíricas apontam para a comprovação do grau de abertura comercial e financeira da economia brasileira, a partir dos anos 1990. Essa mudança institucional, como será discutido no capítulo 4, exerceu impactos significativos nas variáveis relevantes para a formação de preços. Assim sendo, a dinâmica da inflação foi alterada pela crescente onda liberalizante que se instalou na economia brasileira – e em quase todos os países emergentes.

3.5 SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Seguindo a tendência mundial, o Brasil, em fins da década de 1980, deu início a uma política de abertura econômica que norteou seu modelo de inserção externa (Hermann, 2002, caps. 7 e 8). A partir desse momento, o regime comercial brasileiro passou por uma reforma ampla que foi sendo intensificada ao longo dos anos e direcionou a política econômica para a liberalização do comércio externo. Também nesse período, verifica-se o ressurgimento do fluxo de capital como reflexo da maior integração financeira, bem como do processo de desregulamentação das economias.

No tocante à abertura comercial, as modificações propostas pela CPA em 1988, ainda que tenham sido tímidas quando comparadas às da década seguinte, constituíram-se no primeiro passo em direção à liberalização do comércio. Nesse momento, em contraste com o modelo de crescimento em vigor até a década de 1970, foram adotadas medidas com teor liberalizante que provocaram mudanças significativas na orientação comercial brasileira. Em um segundo momento, na segunda fase da abertura do comércio brasileiro, foram verificadas profundas mudanças na política de importação que buscavam ampliar o grau de inserção da economia no fluxo de comércio internacional. Assim sendo, houve um aprofundamento das medidas adotadas no período anterior. Na terceira fase, os objetivos da estabilização de preços condicionaram a intensificação no ritmo da abertura da economia brasileira ao comércio externo. A política de abertura foi, então, utilizada como instrumento de controle inflacionário através da pressão baixista que a concorrência com o mercado externo exerceria sobre o preço dos bens transacionáveis.

A abertura financeira seguiu a mesma tônica liberalizante da abertura comercial. Em um cenário de ampla liquidez internacional, buscou-se recuperar o acesso do país ao mercado financeiro internacional. Em um primeiro momento, as medidas de abertura da economia ao fluxo de capital internacional foram adotadas em um contexto marcado pela desestabilização monetária provocada pelo aumento na taxa de inflação. Desse modo, tais medidas não foram suficientes para que se verificasse um volume de transações significativas com o exterior. Na segunda fase, assim como para a abertura comercial, a estabilização de preços, alcançada através da implementação do Plano Real, condicionou as medidas de liberalização do fluxo de capital e a abertura financeira foi sendo intensificada de acordo com as necessidades do programa de estabilização baseado na adoção de uma âncora cambial. Nesse período, que foi

marcado pela ocorrência de sucessivas crises cambiais em países emergentes, foram implementadas importantes medidas de liberalização financeira e esse processo atingiu seu ápice nos anos de 1999 e 2000. A terceira fase da abertura financeira foi marcada pela flexibilização do regime cambial e pela utilização do tripé de política macroeconômica. Verificou-se, mais uma vez, uma tendência à ampliação do grau de abertura financeira que só foi pontualmente *revertida* a partir da eclosão da crise mundial, em 2007.

A despeito de as distintas fases da abertura comercial e financeira terem englobado seis mandatos presidenciais – Collor/Itamar, FCH, Lula e Dilma – em nenhum momento se verificou abandono ou reversão da política de liberalização implementada a partir do final dos anos 1980. Em sentido contrário, a evidência empírica mostra que a economia brasileira foi sendo gradualmente conduzida em direção à abertura dos fluxos comercial e financeiro para o mercado internacional. A partir da década de 1990, o que se verifica, na maioria dos países, é a coexistência entre abertura comercial e financeira com um regime de taxas de câmbio flutuantes. Como consequência, a ampliação do grau de abertura econômica trouxe um efeito colateral para a inflação, na medida em que modificou, estruturalmente, a formação de preços das economias.

CAPÍTULO IV

4. UMA ANÁLISE SOBRE A FORMAÇÃO DE PREÇOS E PROCESSOS INFLACIONÁRIOS EM UM CONTEXTO DE ELEVADO GRAU DE ABERTURA ECONÔMICA: O CASO DO BRASIL NO PERÍODO 1999-2013

4.1 INTRODUÇÃO

O presente capítulo tem por objetivo analisar empiricamente o processo de formação de preços e processos inflacionários na economia brasileira, entre os anos de 1999 e 2013. Pretende-se, com isso, testar a hipótese de que a ampliação do grau de abertura econômica provocou mudanças na etiologia da inflação, elevando, provavelmente, a contribuição dos condicionantes externos na formação de processos inflacionários. Com as economias mais abertas comercialmente e financeiramente mais integradas, a importância dos fatores externos na determinação dos preços domésticos foi significativamente reforçada. Dessa forma, os preços nos mercados internacionais passaram a exercer uma pressão mais significativa na estrutura de custos das economias e a influenciar as expectativas inflacionárias. Válida a hipótese antes mencionada, o Brasil, portanto, seria apenas uma ilustração desse processo que se verifica em escala mundial.

O estudo será realizado com base nas teorias expostas no capítulo II e no contexto econômico descrito no capítulo III. Assim sendo, o comportamento dos preços será estudado através dos modelos apresentados, que incorporam uma perspectiva de inflação de custos. Além disso, o contexto histórico e econômico descrito no capítulo III se constitui no pano de fundo da análise, tendo em vista que a mudança da institucionalidade – materializada na ampliação do grau de abertura comercial e financeira – representou uma mudança estrutural e irreversível para as economias globalizadas que impactou no modo como os preços são formados, introduzindo novas variáveis que devem ser consideradas na formação de preços e processos inflacionários. Assim sendo, a análise será pautada por um modelo teórico que representa as variáveis que são afetadas pelo novo contexto econômico e que, ao mesmo tempo, afetam a inflação.

Para cumprir o objetivo proposto, o capítulo encontra-se estruturado em mais três seções, além dessa introdução. A seção 4.2 apresenta um modelo teórico, construído a partir de

uma adaptação do modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970). A partir dessa especificação serão inseridas as variáveis do setor externo consideradas como mais relevantes para a compreensão da formação de preços e processos inflacionários em ambientes de elevado grau de abertura comercial e financeira. A seção 4.3 descreve o comportamento de cada uma das variáveis especificadas no modelo teórico. Por fim, a seção 4.4 sumaria e conclui o capítulo.

4.2 UM MODELO TEÓRICO PARA FORMAÇÃO DE PREÇOS E PROCESSOS INFLACIONÁRIOS EM UM CONTEXTO DE ELEVADO GRAU DE ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA

Conforme discutido nos capítulos anteriores, a ampliação do grau de abertura comercial e financeira tornou a dinâmica da inflação doméstica mais dependente dos fatores externos. Com as modificações ocorridas, principalmente a partir dos anos 1990, a formação de preços e processos inflacionários foi alterada, o que sugere a necessidade de modificações na teoria que vem sendo utilizada para fazer análises sobre a dinâmica e o comportamento da inflação. Sendo assim, torna-se necessário explicitar um instrumental teórico, compatível com análise de inflação de custos, que permita captar os efeitos da abertura econômica sobre os preços domésticos³⁴.

Identificada a necessidade de um novo marco teórico para explicar a formação de preços e processos inflacionários em ambientes de elevado grau de abertura comercial e financeira, o modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970), considerado como síntese das teorias apresentadas no capítulo II, será adaptado para incluir as variáveis do setor externo que foram identificadas como relevantes para explicar o comportamento dos preços domésticos. De acordo com essa concepção, o processo inflacionário poderia ser explicado por três componentes, quais sejam: i) componente autônoma, em relação à demanda agregada, que representa a influência dos custos; ii) componente de realimentação, que pode surgir em uma economia já inflacionária e que desenvolveu comportamentos defensivos e iii) componente de demanda agregada ou de regulação pela demanda, que está relacionada ao excesso de demanda sobre a oferta agregada.

³⁴ Para uma análise empírica sobre a importância dos efeitos globais para a inflação doméstica consultar, por exemplo, Iakova (2007), Ihrig et al (2007), FMI (2006), Ball (2006) e Holland e Mori (2010).

Na versão adaptada do modelo, a inflação continuará sendo explicada por três blocos de variáveis: componente de demanda, componente autônoma e componente de realimentação. Entretanto, será feita uma agregação para inserir as variáveis que interessam à análise proposta na tese e que foram identificadas nos capítulos II e III. Dessa forma, pretende-se apresentar uma abordagem mais ampla e com um maior número de variáveis, identificando, em cada componente, as variáveis externas que foram impactadas pela ampliação do grau de abertura econômica e que, ao mesmo tempo, exercem efeitos sobre formação de preços e processos inflacionários. Assim sendo, será possível mostrar como esse conjunto de variáveis influenciou a trajetória dos preços domésticos.

No primeiro componente da inflação, o componente de demanda, o efeito do setor externo sobre os preços domésticos será analisado através do comportamento da balança comercial. Através da análise da contribuição dos componentes de demanda agregada para o crescimento econômico, será possível verificar o peso que o setor externo, via exportações e importações, exerceu sobre o comportamento da demanda. Em outras palavras, será identificado como o setor externo, via demanda, afetou os preços domésticos. O saldo da balança comercial não é exatamente um indicador de demanda agregada, mas apenas um canal pelo qual a abertura comercial e financeira pode afetar a demanda agregada do país.

No componente autônomo, que representa as pressões de custo sobre os preços, serão inseridos a taxa de câmbio e os preços internacionais, já que estes são os principais canais através dos quais o setor externo influencia a dinâmica dos preços domésticos. Por fim, no componente de realimentação, será inserida a análise das expectativas inflacionárias. Embora essa variável não seja produto direto da abertura econômica, mas sim da ampliação do seu grau, ela é considerada importante, na medida em que o processo de globalização, provavelmente, torna mais voláteis variáveis cruciais para a explicação do comportamento dos preços como, por exemplo, a taxa de câmbio e os preços internacionais. Essa volatilidade produz incerteza que, por sua vez, tende a se materializar nas expectativas inflacionárias e na própria inflação – esta é uma das hipóteses que serão testadas na tese. A ideia é que a possibilidade de variações abruptas na taxa de câmbio, refletida na sua volatilidade, produz maior incerteza cambial. O aumento das expectativas de depreciação emerge como um comportamento defensivo dos agentes e se materializa em elevação do câmbio e, por consequência, da própria inflação. A inércia inflacionária também será considerada, ainda que não esteja relacionada diretamente com os fatores externos, tendo em vista que continua sendo um fator relevante para explicar o comportamento dos preços na economia brasileira, reforçando o componente de realimentação.

Em todos os componentes, será inserida uma variável representativa dos demais fatores que afetam a inflação e que não estão, pelo menos diretamente, unicamente relacionados com os fatores externos.

Partindo-se do modelo de Simonsen (1970), a inflação pode ser formalmente apresentada a partir da seguinte equação:

$$\pi = (a.BC + b.\theta_D) + (c.PIN + d.TC + e.\theta_A) + (f.EX (VOL + g.\theta_E) + h.INE + i.\theta_R) \quad (31)$$

Onde:

a, b, c, d, e, f, g, h e *i* são constantes;

BC: Balança comercial;

PIN: Preços internacionais;

TC: Variação da taxa de câmbio;

EX: Expectativas inflacionárias;

VOL: Volatilidade da taxa de câmbio;

INE: Inércia inflacionária;

θ_D : Outras variáveis de demanda (taxa de crescimento do PIB ou da renda agregada, hiato do produto, expansão do consumo, déficit público nominal, entre outras);

θ_A : Outras variáveis autônomas (comportamento dos salários nominais, produtividade, choques de oferta, entre outras);

θ_E : Outras variáveis que afetam as expectativas de inflação (resultado fiscal da economia, comportamento da taxa de juros, entre outros);

θ_R : Outras variáveis de realimentação (componente inercial);

Tendo sido especificadas as variáveis relevantes para explicar a influência dos fatores externos na dinâmica dos preços domésticos, através de uma adaptação do modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970), nas próximas seções será feita a análise empírica. Tal análise encontra-se dividida em três partes, a saber: na primeira, as variáveis serão estudadas a partir da estatística descritiva. Com isso, pretende-se identificar o comportamento de cada uma delas, bem como qual sua possível contribuição para a explicação do comportamento dos preços na economia brasileira, entre os anos de 1999 e 2013. Na segunda parte, será feita uma revisão da literatura para mostrar como essas variáveis vem sendo tratadas empiricamente. Por fim, será estimada uma equação de inflação, por meio da modelagem de Vetores Auto Regressivos (VAR), com base na especificação feita na equação 31, que buscará captar os efeitos da ampliação do grau de abertura econômica sobre a trajetória da inflação brasileira.

4.3 ANÁLISE EMPÍRICA: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na seção 4.2, foram identificadas, a partir da adaptação do modelo de realimentação inflacionária, as variáveis que estão sendo consideradas como relevantes para explicar a influência do setor externo sobre o comportamento dos preços domésticos na nova institucionalidade vigente, principalmente a partir dos anos 1990, que se materializou na ampliação do grau de abertura comercial e financeira. Uma vez identificadas essas variáveis, o objetivo dessa seção consiste em descrever seu comportamento, ao longo do período compreendido entre 1999 e 2013, verificando a contribuição de cada uma delas para a explicação da trajetória da inflação brasileira.

A exposição das variáveis será feita de acordo com a seguinte ordem: primeiro, será analisada a trajetória da inflação brasileira, através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), já que, desde junho de 1999, essa é a medida oficial de inflação no Brasil. Em segundo lugar, serão descritas e analisadas as variáveis do componente de demanda; em seguida, as do componente autônomo; por fim, será estudado o comportamento das variáveis do componente de realimentação, tendo em vista que esse grupo se torna relevante em um contexto já permeado por inflação. Feita essa análise será possível identificar a contribuição de cada bloco de variáveis para a dinâmica da inflação brasileira, entre 1999 e 2013.

4.3.1. Inflação

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi adotado como medida oficial da inflação brasileira, a partir de julho de 1999, com a implementação do Regime de Metas de Inflação (RMI)³⁵, que se constituiu na opção de política de controle inflacionário feita pela Autoridade Monetária brasileira, após a flexibilização do regime cambial, em junho do mesmo ano. O RMI³⁶ pode ser definido como um modelo de política monetária no qual o principal – e único – objetivo é o estabelecimento e cumprimento das metas de inflação. De acordo com Taludhar (2005) e Palley (2006), o arranjo institucional desse regime compreende os seguintes

³⁵ O Regime de Metas de Inflação foi oficialmente adotado pelo Presidente da República em 21 de junho de 1999, através do Decreto nº 3.088.

³⁶ Para mais detalhes sobre o RMI, consultar Bernanke e Mishkin (1997). Para uma análise sobre o RMI nos países emergentes e no Brasil, consultar Fraga, Goldfajan e Minella (2003) e Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009).

pontos: definição do objetivo do Banco Central; definição do valor numérico da meta de inflação; definição do índice de preços que será usado; definição do período de convergência da inflação corrente à meta; definição de como será determinada a taxa de juros; definição do grau de independência do Banco Central; definição dos procedimentos de prestação de contas e de transparência adotados pela Autoridade Monetária e definição da necessidade de se adotar instrumentos complementares à Política Monetária visando controlar a inflação.

No Brasil, a estabilidade de preços é encarada como um compromisso permanente da política econômica. “*Ao longo dos últimos anos começou a se formar um consenso, entre os economistas e bancos centrais, de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e manutenção da estabilidade de preços*” (RELATÓRIO DE INFLAÇÃO, v. 1, nº 1, jun. 1999: 89). Assim sendo, para alcançar e manter a estabilidade de preços, o Conselho Monetário Nacional (CMN) define a meta de inflação, bem como o intervalo dentro do qual esta deverá ser mantida, que é anunciada pelo presidente do Banco Central. O principal mecanismo de política monetária utilizado para controlar a inflação de forma que ela convirja para a meta estabelecida é a taxa de juros de curto prazo, determinada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC). “*A taxa de juros constitui-se no mais importante instrumento de política monetária à disposição do Banco Central. Através dela, a autoridade monetária afeta o nível de atividade econômica e de preços*” (ibid, p. 87).

No que concerne à escolha do índice de preços que serve como referência para a meta, além do índice que considera todos os itens presentes no levantamento de preços (índice cheio), tem-se a opção de utilizar um núcleo de inflação (*core inflation*) que exclui do índice preços ao consumidor os itens que podem causar perturbações temporárias e que apresentam pouca relação com o movimento mais permanente de preços. Como já foi mencionado, no Brasil, a inflação oficial é medida por um índice cheio, o IPCA, e deve convergir para a meta estabelecida no intervalo temporal de um ano. A tabela 6 apresenta as metas fixadas, os limites superior e inferior e a inflação efetiva para o período 1999-2013.

Tabela 6 – Metas de Inflação: 1999-2003

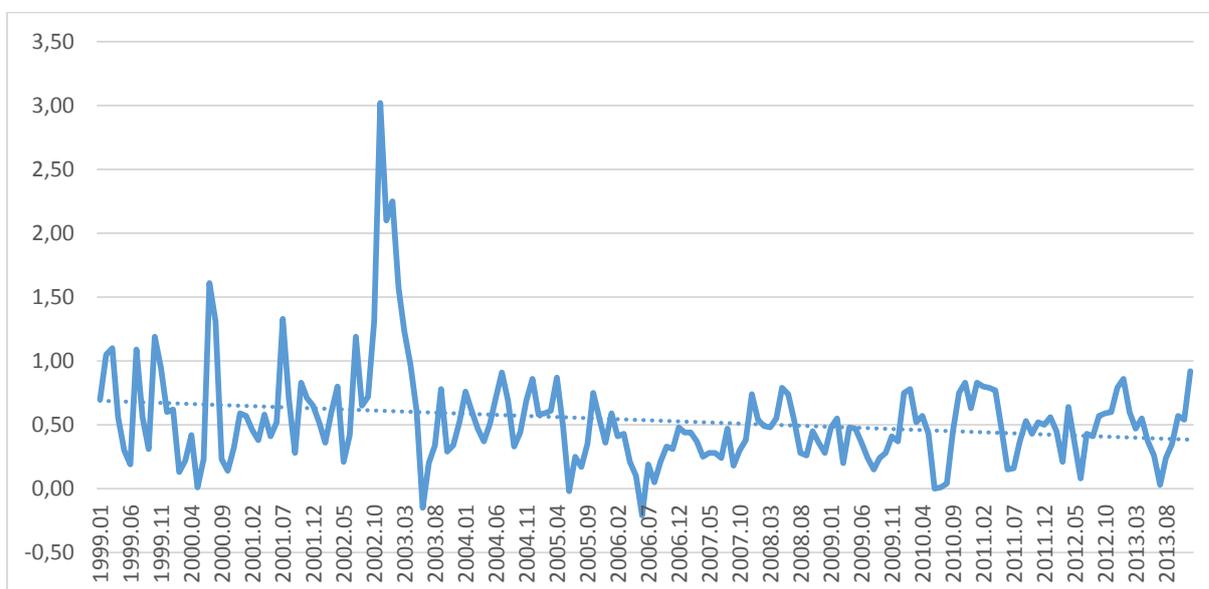
Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites superior e inferior (%)	Inflação efetiva (%)
1999	8,00	2,00	6,00-10,0	8,94
2000	6,00	2,00	4,00-8,00	5,97
2001	4,00	2,00	2,00-6,00	7,67
2002	3,50	2,00	1,50-5,50	12,53
2003 ¹	3,25	2,00	1,25-5,25	9,30
	4,00	2,50	1,50-6,50	
2004 ¹	3,75	2,50	1,25-6,25	7,60
	5,50	2,50	3,00-8,00	

2005	4,50	2,50	2,00-7,00	5,69
2006	4,50	2,00	2,50-6,50	3,14
2007	4,50	2,00	2,50-6,50	4,46
2008	4,50	2,00	2,50-6,50	5,90
2009	4,50	2,00	2,50-6,50	4,32
2010	4,50	2,00	2,50-6,50	5,91
2011	4,50	2,00	2,50-6,50	6,50
2012	4,50	2,00	2,50-6,50	5,84
2013	4,50	2,00	2,50-6,50	5,91

¹ A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil.

O IPCA é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) que apresenta o índice em quatro níveis de agregação, quais sejam: grupos, subgrupos, itens e subitens. No maior nível de agregação, estão os grupos que são divididos em nove categorias: alimentação e bebidas; transporte; habitação; saúde e cuidados pessoais; despesas pessoais; vestuário; comunicação; artigos de residência e educação. Já no menor nível de agregação estão os subitens. Com base na Pesquisa de Orçamento Familiar (POF), é calculado o peso de cada subitem na cesta de consumo das famílias na faixa de renda entre 1 (hum) e 40 (quarenta) salários-mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos, e residentes nas áreas urbanas das regiões³⁷. O gráfico 5 mostra a evolução do IPCA entre 1999 e 2013.

Gráfico 5 – IPCA (% a.a.): 1999 – 2013



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

Conforme sugere a linha de tendência, é possível perceber que a inflação brasileira apresentou uma trajetória de queda até 2006, após atingir um pico em 2002. Em 2010 essa

³⁷ A pesquisa é realizada em nove regiões metropolitanas, São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba, além dos municípios de Goiânia e Brasília.

tendência é revertida e a inflação se estabiliza em um patamar mais elevado que o alcançado na segunda metade da década. Considerando esse critério – elevação e queda do índice de preços –, a série pode ser dividida em sete subperíodos, quais sejam: 1999-00, 2002-06, 2008-09 e 2011-13 para momentos de estabilidade e 2000-02, 2006-08 e 2009-11 para períodos nos quais se registraram alta nos preços.

A partir dos anos 2000, a inflação brasileira entrou em um ciclo ascendente que se estendeu até 2002, quando atingiu a marca dos 12,5%. A política de juros alto praticada nos anos anteriores como forma de, em um primeiro momento, atrair capital para viabilizar a estratégia de estabilização baseada em âncora cambial e, em um segundo momento, conter a saída de capitais provocada, entre outros fatores, pelas sucessivas crises cambiais pelas quais passaram os países emergentes, impactou negativamente no crescimento da economia e contribuiu para agravar a situação fiscal.

O aumento da taxa de juros provocou ainda uma elevação na dívida pública (tabela 7), tendo em vista que parte significativa dos seus títulos estava atrelada a essa variável. Além disso, essa política contribuiu para agravar a questão fiscal, pois elevou os gastos com pagamentos de juros da dívida (tabela 7). As constantes elevações da taxa de juros, para conter as pressões inflacionárias, aumentavam a dívida pública e os riscos embutidos nela, causando uma elevação no risco-país – que reforçava o movimento de fuga de capitais – e uma redução dos investimentos estrangeiros. Além disso, as condições da economia mundial e a deterioração das contas externas da economia brasileira, foram responsáveis pelo aumento, em dólares, do risco país. Embora a dívida pública tenha sido um dos motivos de aumento do risco-país³⁸, à época, o maior problema da economia brasileira se encontrava na posição deficitária das contas externas.

Tabela 7 – Indicadores Econômicos Selecionados (1999 a 2002)

	1999	2000	2001	2002
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	44,5	45,5	52,0	60,4
Serviço da Dívida (% PIB)	10,4	7,6	8,9	9,9

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

Apesar da melhora fiscal ocorrida em 2002, o aumento da dívida pública somado às incertezas decorrentes da sucessão presidencial, no que diz respeito à condução da política

³⁸ Teixeira e Klotzle (2006), utilizando uma regressão dinâmica em painel, identificam os determinantes do risco país para 16 países emergentes, incluindo o Brasil, entre 1994 e 2002. Os autores concluem que a relação dívida pública/PIB é estatisticamente significativa para explicar o aumento do risco país. Gomes (2008) também faz um estudo sobre a relação entre dívida pública e risco país.

econômica, provocou uma inoperância no sistema de metas de inflação. Os temores acerca do processo eleitoral que trazia um candidato amplamente apoiado pela população, abalaram a confiança dos investidores, provocando uma fuga maciça de capitais, mesmo com a taxa de juros alcançando 19,1% a.a. Somem-se a esse cenário os efeitos causados pelos choques ocorridos em 2001: a crise energética, o contágio da crise da Argentina, a depreciação do euro, a contração de crédito no mercado internacional e os atentados terroristas de 11 de setembro que abalaram fortemente os mercados mundiais e contribuíram para elevar o risco país comprometendo, assim, o crescimento da economia brasileira que caiu de 4,3% em 2000 para 1,3% em 2001.

Nessa conjuntura, a elevação da taxa de juros não conteve o processo de forte depreciação do real, principalmente entre o final de julho de 2002 e meados de maio de 2003, que ao contrário passou de R\$/US\$ 2,35 em 2001 para R\$/US\$ 2,92 em 2002, chegando a atingir uma média de R\$/US\$ 3,81, em outubro de 2002. É válido salientar que, nesse período, o comportamento do câmbio foi muito importante para explicar a dinâmica dos preços internos, tanto pelo canal dos custos quanto pela via das expectativas, já que, como será visto, o repasse das expectativas de mudanças na taxa de câmbio para as expectativas de inflação são mais fortes quando o câmbio está se depreciando. Com essas condições, a meta de inflação não foi cumprida para os anos de 2001 e 2002. Em 2001, a inflação atingiu 7,7% ficando acima do limite superior da meta que fora fixado em 6%. O mesmo aconteceu em 2002, quando o IPCA alcançou 12,5%, o ponto mais elevado da série analisada.

O ano de 2003, a despeito do que era esperado pelo mercado, marcou a continuidade das mudanças na condução da política econômica que foram introduzidas em 1999, que se materializaram em uma tríplice alteração do regime econômico nas áreas fiscal (meta para superávit primário), cambial (regime de câmbio flexível) e monetária (metas para a inflação). Para Castro (2011), as medidas implementadas em 1999 possibilitaram ao país combater alta inflação, crise externa e descontrole fiscal. *“Se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento taxa de juros; se há uma crise de BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida cresce, há que se “calibrar” o superávit primário”* (CASTRO, 2011, p. 188). Embora essas mudanças tenham sido implementadas em 1999, a percepção do mercado de que a situação externa do Brasil estava passando por mudanças estruturais só foi verificada no final de 2002, quando o superávit comercial atingiu US\$ 13 bilhões e as perspectivas para o déficit em conta corrente para 2003 tinham caído para US\$ 5 bilhões.

Para arrefecer as tensões macroeconômicas gestadas ao longo dos anos anteriores e afirmar seu compromisso formal com a estabilidade de preços, em 2003, o governo reforçou a política anti-inflacionária com o anúncio de metas menores (tabela 6) e elevação na taxa SELIC. Além disso, houve uma elevação na meta de superávit primário que passou de 3,75% do PIB em 2002 para 4,25% em 2003. Com esse conjunto de medidas contracionistas, a taxa de câmbio recuou já no primeiro trimestre – contribuindo para arrefecer as pressões sobre os custos de produção – e a redução das incertezas do mercado, em relação à política econômica do novo governo, contribuiu para reduzir o risco país.

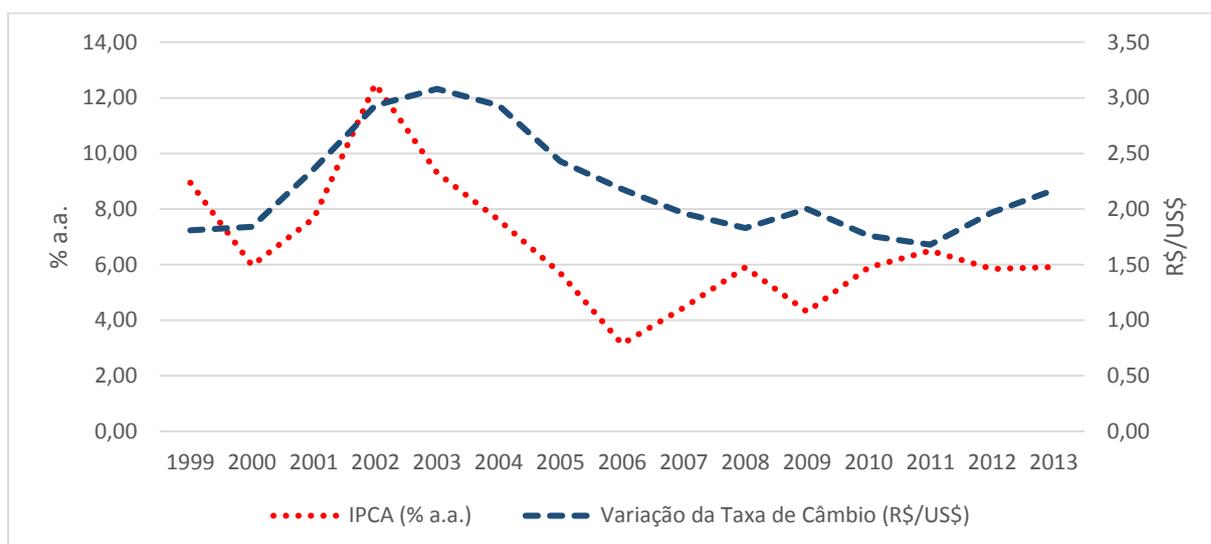
No que se refere ao comportamento da taxa de câmbio e sua relação com a inflação, durante o ano de 2003, destacam-se dois pontos: em primeiro lugar, a manutenção do tripé de política econômica contribuiu para recobrar a confiança dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro. Em segundo lugar, ao longo de 2003, ocorreram mudanças no cenário externo que se traduziram na ampliação da liquidez no mercado internacional. Em todos os países, o spread medido pelo Emerging Markets Bond Index (EMBI) caiu por conta da melhora na liquidez internacional e do aumento dos preços das *commodities*.

Como já foi mencionado, as crises ocorridas ao longo da década de 1990 (crise mexicana em 1994, crise asiática em 1997, crise russa em 1998 e crise brasileira em 1999), somadas à sucessão de choques desfavoráveis entre 2000 e 2001 (eclosão da crise argentina, ataque terrorista de 11 de setembro de 2001, crise energética no Brasil e movimento eleitoral de 2002, estouro da bolha das empresas pontocom), provocaram uma significativa redução do volume de capital para as economias emergentes. A partir de 2003, além de a política econômica adotada, essencialmente pautada na em uma taxa de juros elevada que permitia um diferencial entre a taxa de juros doméstica e a praticada no mercado internacional, ter contribuído para recuperar a confiança dos investidores estrangeiros na economia brasileira, as mudanças ocorridas no cenário externo – associadas ao contexto de liquidez internacional que ganhou mais força nesse ano e permitiu a ocorrência de um novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos – foram decisivas para que se verificasse o retorno do fluxo de capitais para a economia brasileira. De acordo com Aquino e Colombi (2012),

Mais especificamente, a partir de 2004, são retomados os fluxos de IDE ao Brasil, acompanhando um movimento de retomada dos fluxos de IDE aos países periféricos. Já a partir de 2005, retornam alguns capitais de maior volatilidade, como os “Investimentos Estrangeiros em Carteira” e “Outros Investimentos Estrangeiros”. (AQUINO E COLOMBI, 2012, p. 9).

Nos primeiros meses de 2003, verificou-se uma tendência declinante da inflação que foi, em grande parte, decorrente do comportamento de apreciação da taxa de câmbio que, por sua vez, foi fortemente influenciado pelo retorno – atraído pelos elevados juros internos – do capital externo. Assim sendo, a estabilidade foi alcançada, na medida em que: i) ocorreram modificações no mercado mundial que provocaram um aumento da liquidez internacional e ii) a manutenção do tripé de política econômica contribuiu para recobrar a confiança dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro, o que, em um cenário de ampla liquidez externa, contribuiu para a entrada de capitais e para a consequente apreciação da taxa de câmbio. Durante todo o período analisado, o comportamento da taxa de câmbio foi importante para explicar os movimentos de preços, especialmente em momentos de depreciação. O gráfico 6 apresenta as trajetórias do IPCA e da variação da taxa de câmbio, entre 1999 e 2013.

Gráfico 6 – IPCA (% a.a.) e variação da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$): 1999 – 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IPEADATA.

O desempenho da economia brasileira, a partir de 2003, foi influenciado pelo desempenho da economia internacional e, dada a manutenção do RMI, pelo comportamento da inflação e da taxa de câmbio. A política monetária restritiva de elevação da taxa de juros continuou sendo utilizada como principal instrumento para manter a inflação dentro das metas estipuladas. Nos anos seguintes, as metas foram cumpridas através da adoção de políticas restritivas as quais causaram impactos recessivos que foram atenuados pelo crescimento das exportações, decorrente do aumento do preço das *commodities*, da apreciação cambial – a partir de maio de 2003 –, do estímulo ao exportador e do crescimento da economia mundial. A demanda interna também foi um fator importante para explicar o comportamento da inflação, tendo em vista que, a partir de 2004, a economia brasileira experimentou um ciclo de

crescimento puxado, em grande medida, pela melhora na renda dos agentes, decorrente da política de apreciação do salário mínimo e das políticas de transferência de renda do governo federal³⁹. Houve crescimento, a partir de 2004, apesar da política monetária e fiscal restritiva, pois o preço das exportações cresceu mais do que a valorização do real, o que permitiu expandir e financiar as importações, com ganhos reais de salário que, por seu turno, expandiram o comércio doméstico. Não se está, entretanto, afirmando que houve inflação de demanda, mas sim que se verificou uma inflação no setor de serviços que foi, em grande medida, alimentada pelo aumento da renda pessoal, via renda do trabalho.

Entre setembro de 2004 e maio de 2005, verificou-se uma forte alta dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil que foi puxada, basicamente, pelo crescimento da importância da economia chinesa no mercado mundial, pela demanda dos países emergentes pelos produtos dos quais o país se tornara produtor e, como já foi citado, pelo próprio crescimento da economia mundial até fins de 2008. A participação das exportações para a China⁴⁰ no total das exportações do Brasil passou de 4,2% em 2002 para 6,1% em 2006.

Diante desse cenário, a economia brasileira acumulou superávits em conta corrente que, somados ao ingresso expressivo de investimento externo, possibilitaram ao governo a realização de uma política de acúmulo de reservas que provocou uma tendência persistente de apreciação do real, compensada, em parte, pelo aumento dos preços internacionais. Tal política, por sua vez, contribuiu para a redução da dívida líquida, o que promoveu uma melhora nos indicadores de confiança da economia. Nesse cenário, a inflação ficou abaixo do intervalo superior fixado para 2005 e, em 2006, atingiu o ponto mínimo desde a implementação do RMI, 3,14%, ficando abaixo do centro da meta estabelecida. O comportamento dos preços, em 2006, foi basicamente determinado pelos seguintes fatores: boa safra dos produtos agrícolas e influência da apreciação cambial que manteve a estabilidade relativa nos preços de alguns produtos e reduziu o preço de outros (aparelhos de TV e de informática, por exemplo). Como já foi comentado, o comportamento dos preços administrados também contribuiu para esse resultado de inflação abaixo da meta.

³⁹ Para um estudo mais detalhado sobre as mudanças da distribuição de renda na economia brasileira, consultar Barros, Foguel e Ulyseia (2007).

⁴⁰ Banco Mundial (2014) traz um estudo sobre a importância das relações comerciais entre China e Brasil.

O ano de 2007 foi importante para a dinâmica da economia mundial, tendo em vista que marcou o início de uma crise econômica, eclodida no mercado imobiliário americano⁴¹, que contagiou as economias desenvolvidas e em desenvolvimento. No caso do Brasil, os efeitos da crise chegaram defasados e começaram a ser sentidos, principalmente, a partir de setembro de 2008, uma vez que a economia experimentava um ciclo de crescimento iniciado em 2004, impulsionado, em grande medida, pela demanda interna. O consumo interno estava sendo estimulado pelo aumento da massa salarial, pela expansão do crédito e pelos programas de transferência de renda que pressionavam a demanda doméstica e, conseqüentemente, a inflação, mesmo em um cenário de desaquecimento da economia mundial. É válido mencionar que a elevação dos preços das *commodities* também foi responsável por exercer pressão de custos nos preços domésticos. Essa combinação de fatores explica, em grande medida, a tendência crescente da inflação verificada no biênio 2007-08. Como resposta ao aumento de preços, o Banco Central elevou a taxa básica de juros que passou de 11,50% em julho de 2007 para 13,75% em dezembro de 2008.

Os três primeiros trimestres de 2008 apresentaram um crescimento médio do PIB de 6,4%. Entretanto, no quarto trimestre, os efeitos da crise se mostraram agudos e rápidos e se materializaram em: saída de capitais estrangeiros aplicados na bolsa, retração da oferta de crédito externo para bancos e firmas, retração do mercado de crédito doméstico e empocamento de liquidez no mercado interbancário. Os preços das *commodities* que, até então, estavam em uma trajetória de alta, experimentaram uma reversão explicada, essencialmente, pela redução dos fluxos internacionais de comércio. Se, por um lado, a retração na demanda interna e a queda nos preços das *commodities* exerciam pressão de baixa sobre os preços, por outro, a depreciação cambial exercia uma pressão altista. Entretanto, dado o baixo ritmo da atividade econômica em 2009 (a taxa de crescimento do PIB foi reduzida de 5,2% em 2008 para -0,6% em 2009), a possibilidade de transferência para os preços dos efeitos da depreciação cambial foi reduzida. Assim sendo, a retração da demanda internacional, aliada à política monetária contracionista adotada até o início de 2009, pressionaram para baixo o IPCA que saiu de 5,90% em 2008 para 4,30% em 2009.

A maior participação da China no mercado mundial contribuiu para reverter a tendência de queda dos preços das *commodities*, de maneira que já no segundo bimestre de 2009 esses preços voltaram a subir, promovendo uma recuperação das exportações. Além disso,

⁴¹ Para mais detalhes sobre a crise do *subprime*, ver Leite (2011). Sobre os efeitos da crise para a economia brasileira, consultar Ferraz (2013).

diante dos efeitos da crise, o governo utilizou uma grande variedade de instrumentos que combinava política fiscal anticíclica, política de crédito dos bancos públicos e redução na taxa de juros, ainda que esta variável tenha sido mantida em patamares elevados (tabela 8). Embora destoasse do pacote de medidas expansionistas, a manutenção da Selic em níveis elevados foi justificada pela pressão que os efeitos das ações do governo exerceram sobre a demanda interna e, por sua vez, sobre a inflação. Ademais, a recuperação da economia mundial, a partir de 2010, bem como a depreciação cambial verificada do segundo semestre de 2008 até março de 2009, exerceram impactos sobre o nível de preços que voltou a se elevar até 2011, quando o IPCA atingiu 6,5%, limite superior da meta estabelecida para este ano.

Tabela 8 – Metas para a Taxa Selic (% a.a.): 1999 – 2013

DATA	SELIC META (% a.a)						
27/11/2013	10,00	10/09/2008	13,75	14/04/2004	16,00	19/07/2000	16,50
09/10/2013	9,50	23/07/2008	13,00	17/03/2004	16,25		18,50
28/08/2013	9,00	04/06/2008	12,25	22/10/2003	19,00	22/03/2000	19,00
10/07/2013	8,50	16/04/2008	11,75	17/09/2003	20,00	16/02/2000	19,00
29/05/2013	8,00	05/03/2008	11,25	20/08/2003	22,00	19/01/2000	19,00
17/04/2013	7,50	23/01/2008	11,25	23/07/2003	24,50	15/12/1999	19,00
06/03/2013	7,25	05/12/2007	11,25	18/06/2003	26,00	10/11/1999	19,00
16/01/2013	7,25	17/10/2007	11,25	21/05/2003	26,50	06/10/1999	19,00
28/11/2012	7,25	05/09/2007	11,25	23/04/2003	26,50	22/09/1999	19,00
10/10/2012	7,25	18/07/2007	11,50	19/03/2003	26,50	01/09/1999	19,50
29/08/2012	7,50	06/06/2007	12,00	19/02/2003	26,50	28/07/1999	19,50
11/07/2012	8,00	18/04/2007	12,50	22/01/2003	25,50	23/06/1999	21,00
30/05/2012	8,50	07/03/2007	12,75	18/12/2002	25,00		22,00
18/04/2012	9,00	24/01/2007	13,00	20/11/2002	22,00		29,50
07/03/2012	9,75	29/11/2006	13,25	23/10/2002	21,00		32,00
18/01/2012	10,50	18/10/2006	13,75	14/10/2002	21,00	14/04/1999	34,00
30/11/2011	11,00	30/08/2006	14,25	18/09/2002	18,00		39,50
19/10/2011	11,50	19/07/2006	14,75	21/08/2002	18,00		42,00
31/08/2011	12,00	31/05/2006	15,25	17/07/2002	18,00	04/03/1999	45,00
20/07/2011	12,50	19/04/2006	15,75	19/06/2002	18,50	18/01/1999	25,00
08/06/2011	12,25	08/03/2006	16,50	22/05/2002	18,50		
20/04/2011	12,00	18/01/2006	17,25	17/04/2002	18,50		
02/03/2011	11,75	14/12/2005	18,00	20/03/2002	18,50		
19/01/2011	11,25	23/11/2005	18,50	20/02/2002	18,75		
08/12/2010	10,75	19/10/2005	19,00	23/01/2002	19,00		
20/10/2010	10,75	14/09/2005	19,50	19/12/2001	19,00		
01/09/2010	10,75	17/08/2005	19,75	21/11/2001	19,00		
21/07/2010	10,75	20/07/2005	19,75	17/10/2001	19,00		
09/06/2010	10,25	15/06/2005	19,75	19/09/2001	19,00		
28/04/2010	9,50	18/05/2005	19,75	22/08/2001	19,00		

17/03/2010	8,75	20/04/2005	19,50	18/07/2001	19,00		
27/01/2010	8,75	16/03/2005	19,25	20/06/2001	18,25		
09/12/2009	8,75	16/02/2005	18,75	23/05/2001	16,75		
21/10/2009	8,75	19/01/2005	18,25	18/04/2001	16,25		
02/09/2009	8,75	15/12/2004	17,75	21/03/2001	15,75		
22/07/2009	8,75	17/11/2004	17,25	14/02/2001	15,25		
10/06/2009	9,25	20/10/2004	16,75	17/01/2001	15,25		
29/04/2009	10,25	15/09/2004	16,25	20/12/2000	15,75		
11/03/2009	11,25	18/08/2004	16,00	22/11/2000	16,50		
21/01/2009	12,75	21/07/2004	16,00	18/10/2000	16,50		
10/12/2008	13,75	16/06/2004	16,00	20/09/2000	16,50		
29/10/2008	13,75	19/05/2004	16,00	23/08/2000	16,50		

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil.

No biênio 2011/12, a dinâmica da economia internacional foi, mais uma vez, importante para a explicação do desempenho da economia brasileira. A piora no cenário internacional – decorrente da crise do Euro, da fraca recuperação americana e da desaceleração das economias emergentes – se refletiu em no baixo crescimento do PIB, que ficou na média de 1,8% ante 3,6% do biênio anterior. O desaquecimento da economia, bem como a queda nos preços internacionais, exercera uma pressão de baixa sobre a inflação, que caiu de 6,5% em 2011 para 5,8% em 2012. Além disso, contaram a favor da redução do nível de preços, o declínio do crescimento do consumo, face à desaceleração da demanda e da oferta de crédito bancário. Nesse cenário, o Banco Central promoveu uma baixa histórica da taxa básica de juros que chegou aos 7,5% em agosto de 2012 e permaneceu caindo até março de 2013, quando atingiu 7,25%.

Ainda para combater os efeitos da crise internacional, associado à redução da SELIC, o governo implementou uma mudança na *mix* e nos instrumentos de política econômica, através da utilização de medidas macroprudenciais monetárias e cambiais e regulação do fluxo de capital. Diante das incertezas geradas pela crise do Euro e, ainda, pela lenta recuperação americana, o mercado promoveu uma depreciação cambial, na ordem de 25%, entre agosto de 2011 e maio de 2012. Entretanto, como já foi mencionado, o crescimento econômico ficou aquém do esperado para o período. Não apenas o Brasil, mas também seus principais parceiros comerciais (Europa, China e Argentina), apresentaram taxas de crescimento declinantes em 2012. Nesse contexto, o efeito positivo provocado pela depreciação cambial sobre as exportações brasileiras foi superado pelo declínio da renda mundial. Todavia, a depreciação da moeda nacional, bem como o aumento de preços no setor de serviços⁴², que passou de 7,89%

⁴² Sobre uma análise da inflação no setor de serviços, consultar Braga (2011).

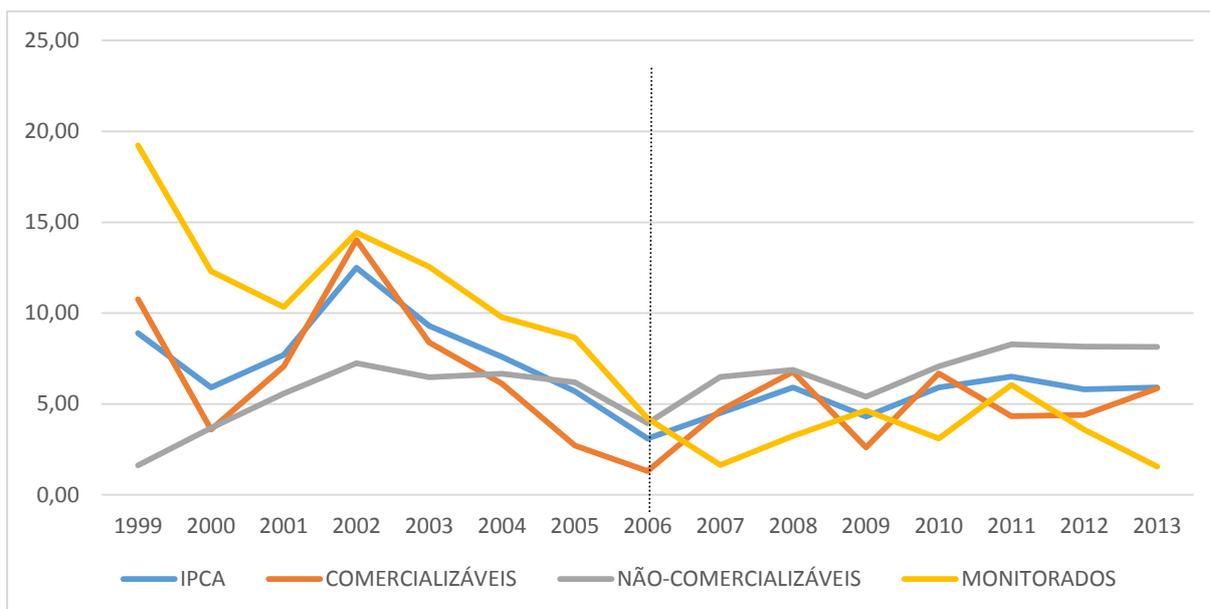
em agosto de 2012 para 8,60% em agosto de 2013, provocou um aumento no IPCA que fechou 2013 em 5,9%.

No que concerne à decomposição do IPCA⁴³, além da desagregação em grupos proposta pelo IBGE, o Banco Central apresenta o índice decomposto em duas categorias, de acordo com o tipo de precificação: preços livres e administrados ou monitorados. No primeiro grupo, encontram-se o preço dos bens comercializáveis e dos não-comercializáveis. Os bens comercializáveis são aqueles cujo preço é afetado pelo comércio externo ou porque parte da produção interna é importada, ou ainda porque a importação desses bens é significativa para a oferta doméstica. Ademais, também são considerados comercializáveis os bens exportados ou exportáveis pelo país. Por outro lado, os não-comercializáveis são os bens produzidos no país e voltados para o mercado interno (o preço dos serviços está incluído nessa categoria). Por fim, os preços administrados ou monitorados são aqueles determinados por contrato e que são controlados, em algum grau pelo governo não sofrendo, portanto, influência direta das forças da oferta e da demanda. Como exemplo desse grupo, pode-se citar as tarifas públicas (energia elétrica, telefonia, entre outros).

Para os propósitos desse trabalho, os preços dos bens comercializáveis e dos administrados são mais relevantes, por duas razões. Primeiro, os bens que são transacionáveis recebem influência direta do setor externo. Em segundo lugar, os preços administrados são importantes pois, de acordo com o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), chegaram a representar 30% do IPCA. Ademais, os contratos que determinam esses preços são, em sua maioria e ainda que parcialmente, reajustados pelo IGP que é diretamente influenciado pela taxa de câmbio, tendo em vista que o IPA corresponde a 60% da sua composição. O gráfico 7 mostra a evolução dos preços livres e administrados para o período 1999-2013.

Gráfico 7 – Decomposição do IPCA (% a.a.): 1999-2013

⁴³ Para uma análise desagregada da inflação ao consumidor, ver, por exemplo, Martinez e Cerqueira (2011) Martinez (2012), Summa e Braga (2014) e IPEA (2013).



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

Em linhas gerais, é possível perceber que existe uma clara correlação entre o IPCA e os componentes supracitados, embora a contribuição de cada um tenha apresentado variações ao longo do período. A contribuição dos preços livres e monitorados para o IPCA pode ser, então, dividida em dois momentos, quais sejam: 1999 a 2006 e 2007 a 2013. Até meados de 2006, verifica-se uma maior contribuição dos preços monitorados para a determinação da inflação, ao mesmo tempo em que os bens comercializáveis estão impactando o nível de preços com mais intensidade do que os bens não comercializáveis. Entretanto, a partir do segundo semestre de 2006, essa tendência é revertida e percebe-se uma perda de importância relativa dos preços monitorados na composição do IPCA. Ao mesmo tempo, os movimentos de preço no setor dos bens não-comercializáveis passam a ser mais relevantes para explicar a dinâmica da inflação doméstica.

No primeiro momento, como já foi mencionado, os preços administrados eram os principais responsáveis pelo movimento do nível geral de preços. Todavia, quando se analisa a contribuição desse grupo para o IPCA, percebe-se que há uma tendência de queda, ao longo do período em questão. Após as privatizações dos anos 1990, muitos contratos de serviços públicos passaram a ser reajustados com base em indexadores, sendo o IGP o principal deles. Como esse índice recebe impacto das variações cambiais, já que mais da metade de sua ponderação é composta pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), os contratos indexados reforçavam, de maneira significativa, o canal de transmissão da taxa de câmbio à inércia inflacionária (MARTINEZ; BRAGA, 2012). Nesse contexto, foram adotadas algumas medidas de

desindexação, ao longo da década de 2000, que explicam a tendência decrescente da influência dos preços monitorados para o IPCA⁴⁴.

De acordo com Martinez e Braga (2012), dentre as medidas de desindexação adotadas pelo governo nos anos 2000, pode-se citar alterações na fórmula de reajuste de preços dos setores de energia elétrica e telefonia fixa, bem como a política de reajuste de preços da Petrobras. No primeiro caso, as regras impostas durante o processo de privatização, que buscavam preservar o valor em dólares das receitas dos novos proprietários, acabaram por atrelar, mesmo que de forma indireta, alguns desses preços à taxa de câmbio, permitindo que os mesmos tenham sido reajustados acima da média da inflação durante os períodos de depreciação cambial. Como destacam Martinez e Cerqueira (2011), entre os anos de 2000 e 2005, os preços dos setores de energia elétrica e telefonia fixa exerceram influência significativa no IPCA. Para diminuir esse impacto, os reajustes das tarifas, que antes tinham como base o Índice Geral de Preços (IGP), passaram a ser feitos com base em índices calculados para cada setor e que melhor refletem as condições de custos.

Para os contratos de serviços telefônicos, em 2006, devido ao vencimento de contratos realizados na fase de privatizações, houve mudanças na regulação. Os contratos passaram a ser, então, corrigidos pelo Índice de Serviços de Telecomunicações (IST) que, por sua vez, é composto por uma combinação do IPCA, do IGP-DI, IGP-M e do INPC. Essa alteração atuou no sentido de arrefecer as variações do IGP sobre os preços do setor de telefonia fixa, especialmente em 2008, quando esse índice atingiu 9,10% (gráfico 4) contra 6,6% do ITS.

No caso do setor de energia elétrica, em 2004, ocorreram mudanças no marco regulatório que impossibilitaram as distribuidoras de repassar para as tarifas quaisquer custos de aquisição. Tal repasse passou a ser definido pela agência reguladora, com base nos preços médios operados nos leilões de energia elétrica. Para os leilões de energia nova, os contratos passaram a ser indexados ao IPCA e não mais ao IGP. Dessa forma, *“apenas uma parcela da componente da fórmula de reajuste (encargos tarifários) é ainda referenciada ao IGP-M”* (MARTINEZ; BRAGA, 2012).

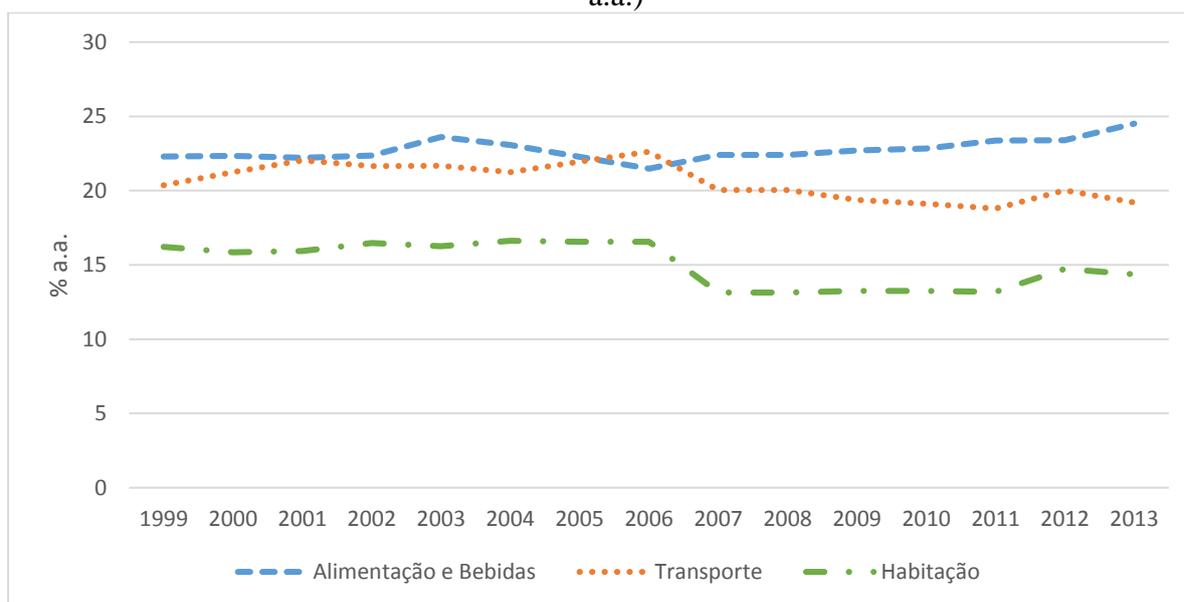
No setor de combustíveis, além de a Petrobras não repassar as variações de curto prazo para os preços, em 2006, o Ministério da Fazenda implementou a política de Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide-flexível), o que reduziu, ainda que temporariamente,

⁴⁴ Sobre o comportamento dos preços administrados e a inflação no Brasil, consultar Figueiredo e Ferreira (2002). Para um detalhamento das mudanças nas regras dos preços monitorados, ver, por exemplo, Martinez (2012).

a tributação sobre a gasolina e o diesel em momentos de pico do preço do petróleo no mercado externo. O efeito dessa política foi relevante para a explicação da inflação na segunda metade da década de 2000, quando a variação de 40% (em reais) do preço do petróleo, ocorrida entre 2007 e 2008, não foi repassada ao preço dos combustíveis, que permaneceram inalterados (gasolina e diesel) até maio de 2008 quando houve reajuste de 10% no caso da gasolina e 15% para o diesel. Convém notar que, a despeito desse reajuste, o impacto para o consumidor do reajuste da gasolina foi nulo, tendo em vista que foi compensado pela redução da Cide.

Combinadas, todas essas medidas contribuíram para diminuir o impacto altista dos preços administrados sobre o IPCA. O que se percebe, portanto, a partir do segundo semestre de 2006, é um aumento na importância dos bens livres, em especial dos não-comercializáveis. Em todo o período, os grupos que mais pressionaram a inflação para cima foram alimentação e bebidas, transporte e habitação, como pode ser visto no gráfico 8.

Gráfico 8 – Média do peso mensal acumulado de grupos selecionados sobre a inflação (% a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE.

Os dois segmentos do grupo alimentação e bebidas (comercializáveis e não-comercializáveis) exerceram pressão significativa, especialmente entre 2007 e 2008, pressionando a inflação para cima. Esse grupo, é influenciado, basicamente, pelo comportamento do câmbio, dos preços internacionais em dólares e dos choques de oferta (SUMMA E BRAGA, 2014). Com as mudanças na dinâmica da economia, o peso médio dos bens comercializáveis passou de 14,44%, entre 2000 e 2005, para 12,13% no período de 2006-

2009. Já o segmento não-comercializável apresentou alta, passando de 8,20% para 9,61%, no mesmo período.

Os grupos de transporte e habitação, embora ainda apresentem peso elevado na composição do IPCA, perderam participação relativa. Esse fato, como já apresentado, está relacionado às mudanças nas regras de reajuste dos preços administrados. As novas regras de precificação do setor de energia elétrica impactaram a dinâmica inflacionária do segmento monitorado do grupo habitação. Entre 2000 e 2005, o peso médio do segmento monitorado, do grupo de habitação foi de 8,48% passando para 6,74%, entre 2006 e 2009. Para o grupo de transporte, esses valores foram de 12,84% e 12,08%, respectivamente (MARTINEZ; CERQUEIRA, 2011).

É importante ainda fazer algumas considerações sobre o comportamento da inflação no setor de serviços. O forte aumento verificado nos preços desse setor reflete as mudanças ocorridas na economia brasileira que estão relacionadas à melhoria na distribuição de renda e redução do desemprego que, por seu turno, evidenciam as pressões sobre os preços decorrentes da existência do conflito distributivo entre salários e lucros. Em momentos de aquecimento da economia, a variação de preços nesse setor se torna mais intensa. Segundo Braga (2011, p.6), “*para a maioria dos outros componentes dos serviços e para o grupo como um todo, esse aquecimento aparece com mais força no ano de 2010*”. A taxa de variação dos serviços pessoais, por exemplo, foi de aproximadamente 7,7% em 2007 e 2009 e ficou em torno de 9,5% em 2008 e 2010, quando a economia estava mais aquecida. O grupo de despesas pessoais, em especial o segmento não-comercializável, após 2006, pressionou a inflação para cima aumentando seu peso médio no IPCA de 6,45% (2000-2005) para 7,06% (2006-2009). O subitem mais relevante para a determinação da dinâmica dos preços foi *empregado doméstico*, de maneira que a inflação do grupo seguiu a tendência de alta do subitem.

Em linhas gerais, o ano de 2006 marcou um ponto de inflexão em relação ao comportamento da inflação brasileira, no que diz respeito a dinâmica dos preços livres (comercializáveis e não-comercializáveis) e dos administrados por contrato ou monitorados. A partir desse momento, os preços livres – em especial do grupo de alimentos e bebidas – passaram a ser mais relevantes para a explicação do comportamento do IPCA. Os preços administrados, por sua vez, após as reformas realizadas ao longo da década de 2000, perderam importância relativa, o que reduziu o impacto do IGP sobre o IPCA. Ainda assim, esses preços representam uma parcela significativa da inflação brasileira (cerca de um quarto) e, como

alguns dos contratos são reajustados, mesmo que parcialmente pelo IGP – que recebe influência direta do setor externo via IPA –, refletem parcela significativa dos impactos do setor externo sobre o nível de preços domésticos, como será visto na próxima seção.

4.3.1.1 A Importância do IGP para a dinâmica do IPCA

O Índice Geral de Preços, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), registra a inflação de matérias-primas agropecuárias e industriais, além de produtos intermediários e de bens e serviços finais, constituindo-se, portanto, em um índice bastante abrangente e importante para analisar as variações de preços. Seu cálculo é feito através de uma média ponderada de três outros índices, quais sejam: Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), com participações de 60%, 30% e 10%, respectivamente.

É necessário analisar a evolução do IGP, tendo em vista que uma parte do IPCA é composta por preços administrados ou monitorados que, em alguma medida são reajustadas por esse índice de preço. Convém ressaltar que a dinâmica dos preços monitorados sofreu alterações, especialmente entre 2005 e 2006, o que reduziu seu peso no IPCA. As mudanças nas regras tarifárias dos setores de energia elétrica, energia elétrica e combustíveis, bem como as alterações na composição do conjunto dos preços administrados realizadas pelo Banco Central⁴⁵, o conjunto de preços administrados passou de 28 para 23 itens, representando cerca de 24% da cesta total que compõe o IPCA, ante 30% dos anos anteriores⁴⁶.

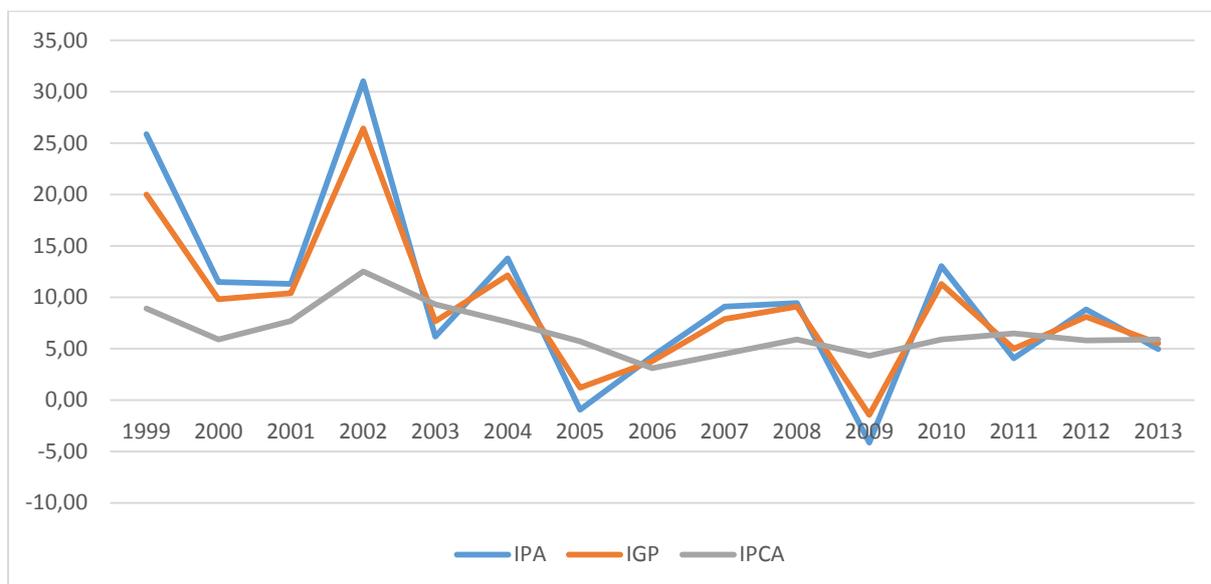
Ainda é importante analisar o IGP, tendo em vista que reflete influência direta da taxa de câmbio, já que o IPA, que registra variações de preços de produtos agropecuários e industriais nas transações interempresariais, isto é, nos estágios de comercialização anteriores ao consumo final, refletindo as variações nos preços das mercadorias antes de chegar ao consumidor, comum corresponde a 60% de sua ponderação. Assim sendo, recebe influência tanto dos preços internacionais, quanto da taxa de câmbio, pois grande parte dos preços dos

⁴⁵ Sobre as mudanças na composição dos preços administrados realizada pelo Banco Central, consultar o box “Atualização das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA” do Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

⁴⁶ Para maiores detalhes dos modelos de projeção do Banco Central para os preços administrados, ver Alves, Figueiredo, Nascimento Jr. e Perez (2013) e consultar o box “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial” do Relatório de Inflação de Junho de 2012.

produtos agrícolas e industriais são determinados, em dólares, no mercado internacional. O gráfico 9 apresenta a evolução do IGP e do IPA, comparados com a trajetória do IPCA.

Gráfico 9 – IPA (% a.a.), IGP (% a.a.) e IPCA (% a.a.): 1999 – 2013



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

O comportamento do IPA, e por consequência do IGP, estão diretamente atrelados aos preços dos produtos agrícolas e industriais, no mercado doméstico e externo, e da taxa de câmbio. Como o IPA corresponde a 60% do IGP, de maneira geral, percebe-se que as variações desses índices apresentam trajetórias semelhantes. De 1999 até 2013, os índices mostraram-se bastante oscilantes, tendo sua maior alta no ano de 2002, quando o IGP atingiu 26,41% e o IPA 31,01%. Nesse mesmo ano, o IPCA apresentou a maior alta da série em questão, chegando a 12,50%. Em outubro desse ano, pelas razões já mencionadas, a taxa de câmbio chegou a R\$ 3,81 exercendo impactos nos preços dos produtos agrícolas e industriais, no IPA e, consequentemente no IGP.

A tendência crescente que se verifica entre 2005 e 2008 foi provocada, principalmente, pela elevação dos preços de produtos industriais que atingiu 12,96% nesse mesmo ano. A partir de 2008, seguindo a queda do preço das *commodities*, em decorrência do desaquecimento do comércio internacional, os índices de preços apresentaram um comportamento que pode ser explicado, em grande medida, pela retração verificada nos preços de produtos industriais e agrícolas (4,43% e 3,16%, respectivamente). O movimento de queda, entretanto, foi revertido, já em 2009, com a recuperação dos preços das mercadorias negociadas nos mercados

internacionais. Também foi importante para esse resultado a depreciação da taxa de câmbio entre outubro de 2008 e março de 2009.

Nos anos de 2011 e 2012, os índices apresentaram novamente aumento, voltando a cair em 2013. Esse comportamento pode ser explicado, mais uma vez, pela incorporação das elevações dos preços dos produtos agrícolas e industriais, no mercado atacadista. No último trimestre de 2012, verificou-se um arrefecimento do índice geral, quando comparado com os trimestres anteriores. Esse comportamento foi explicado, em partes, pela redução das pressões inflacionárias no preço ao produtor, decorrente da reversão da alta da cotação das *commodities* e na queda dos preços dos produtos industriais.

Em 2013, tanto a variação do IGP quanto a variação do IPA seguiram a trajetória de queda, iniciada no último trimestre de 2012, e fecharam em 5,51% e 4,97%, respectivamente, ante 8,10% e 8,81% no ano anterior. Em todos os períodos analisados, os movimentos de alta e de baixa do IPA e, por consequência, do IGP estiveram associados ao comportamento dos preços agrícolas e industriais que, por sua vez, são influenciados pela taxa de câmbio e pelos preços internacionais, reforçando, assim, a importância das variáveis do setor externo para a determinação da dinâmica do IPCA.

4.3.2. Componente de Demanda

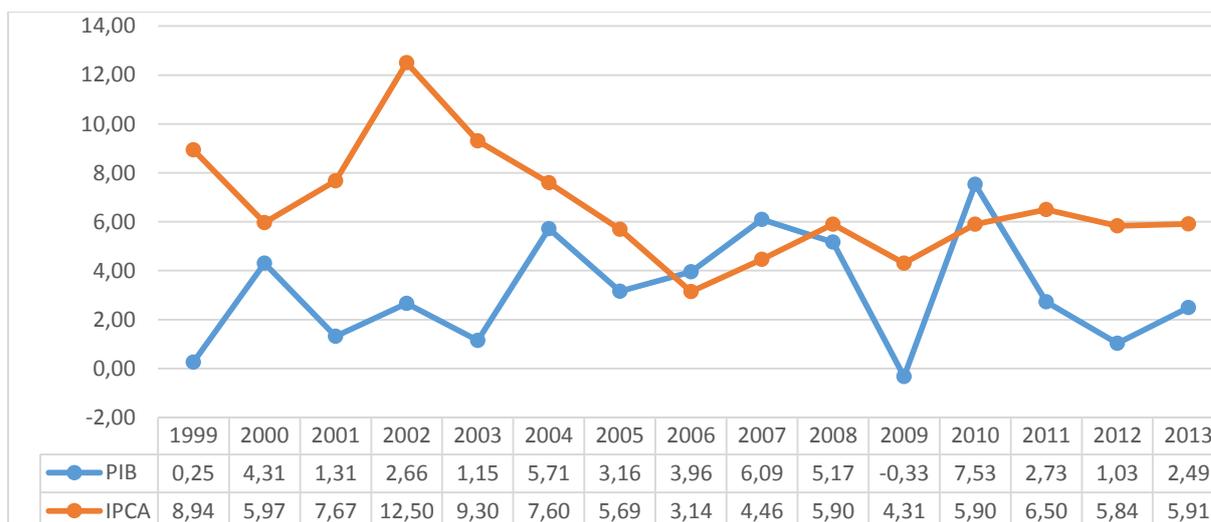
Pela ótica da demanda, cinco componentes contribuem para explicar o crescimento da economia, quais sejam: despesa com consumo final (incluindo famílias e governo), investimento (incluindo formação bruta de capital fixo e variação de estoques), exportações e importações. Embora as importações não se constituam em um elemento da demanda agregada, mas sim da oferta agregada, elas foram consideradas no componente de demanda, tendo em vista que podem atuar no sentido de atenuar eventuais pressões de demanda. Para analisar as pressões que o setor externo exerce sobre a inflação é necessário, inicialmente, identificar a contribuição da balança comercial – exportações e importações – para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Dessa forma, será possível identificar em que medida essa variável favoreceu ou não o controle da inflação, ao longo do período analisado.

O crescimento da economia brasileira, entre 1999 e 2013, esteve condicionado a fatores domésticos e externos. Do lado doméstico, destaca-se, principalmente, a política

monetária que foi marcada pela manutenção da taxa básica de juros em patamares elevados, muito embora a taxa de juros real tenha caído no período em questão. Pelo lado externo, grosso modo, o desempenho da economia foi influenciado pelos seguintes fatores: desempenho da economia mundial, dinamismo das economias emergentes, dinâmica dos preços das *commodities*, cenário de liquidez internacional e crise econômica. Esses fatores, combinados com os condicionantes domésticos, influenciaram, decisivamente, a trajetória de crescimento da economia brasileira.

Quando se observa o comportamento do PIB e do IPCA (gráfico 10), para o período 1999-13, percebe-se que não há uma relação de causalidade direta e estável entre crescimento econômico, que provocaria pressões de demanda, e dinâmica inflacionária.

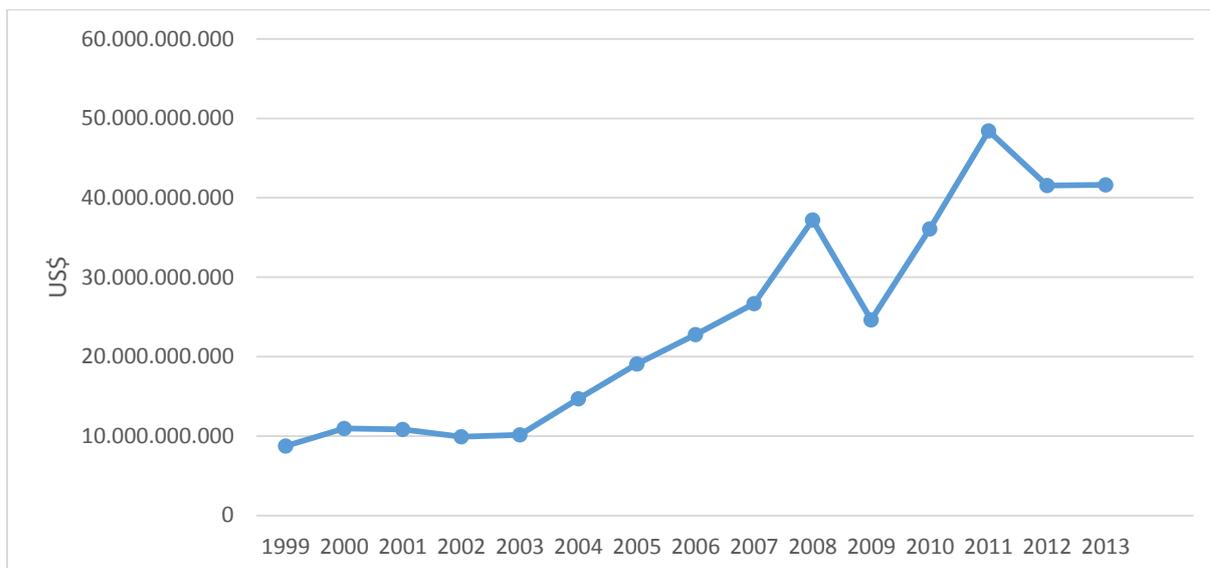
Gráfico 10 – PIB - var. real anual - (% a.a.) e IPCA (% a.a.): 1999-2013



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

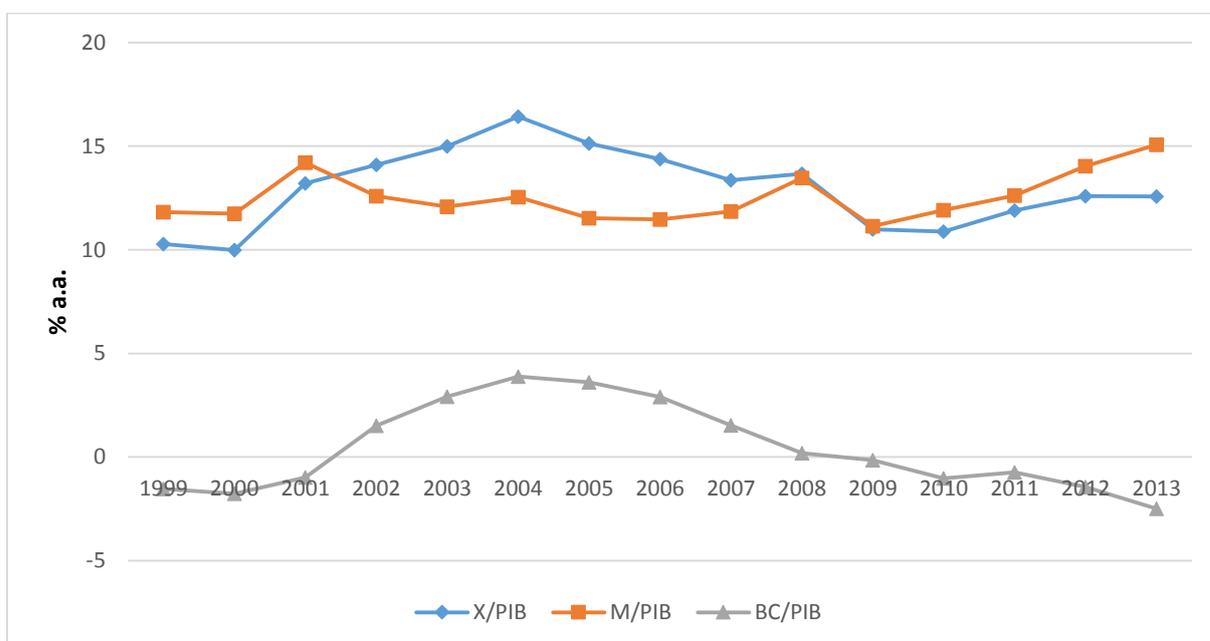
Essa constatação – baixa correlação entre pressões de demanda e inflação doméstica⁴⁷ – sugere que existem outros fatores, além da demanda, que foram relevantes para a explicação da trajetória dos preços domésticos. Entre esses fatores, está o comportamento do setor externo que, ao longo dos anos, vem ganhando relevância na explicação da dinâmica dos preços domésticos, tendo em vista que a corrente de comércio da economia brasileira apresenta uma trajetória crescente, conforme sugere o gráfico 11, no período que está sendo considerado.

⁴⁷ Diversos estudos, teóricos e empíricos, mostram o baixo peso da demanda na explicação da dinâmica da inflação brasileira. Consultar, por exemplo, Summa (2011) e Araújo e Modenesi (2010a).

Gráfico 11 – Corrente de Comércio para a Economia Brasileira: 1999-2013

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da FUNCEXDATA.

No que se refere à contribuição do setor externo para o crescimento econômico, é importante mostrar a participação das exportações e das importações no PIB, conforme gráfico 12.

Gráfico 12 – Participação das exportações e das importações na composição do PIB: 1999-2013.

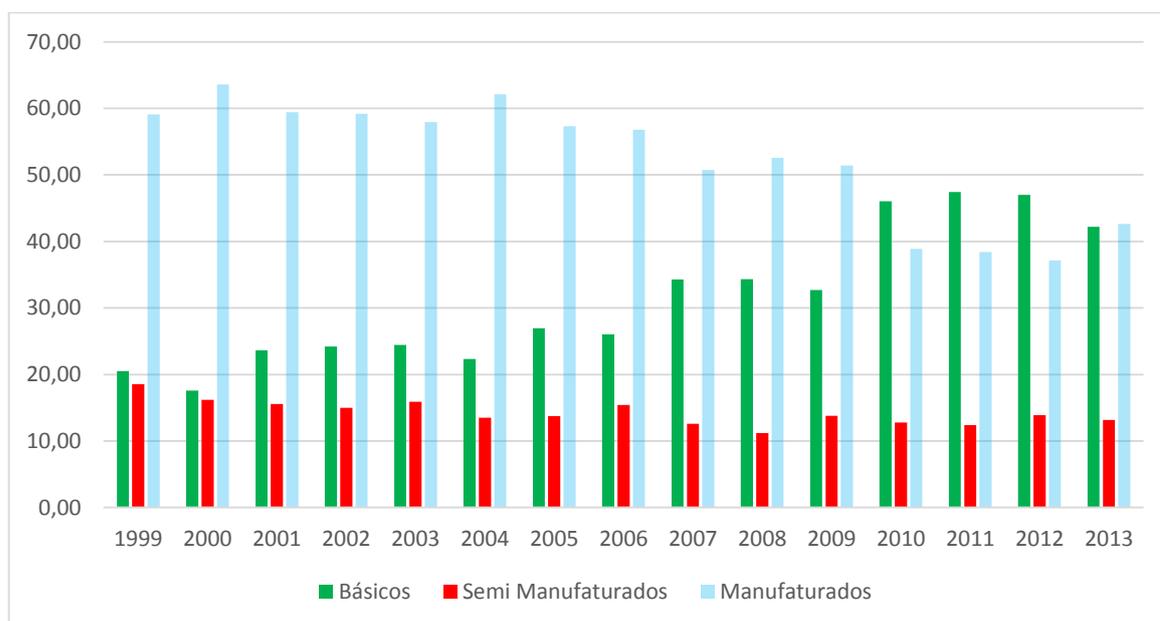
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE.

É possível perceber que a contribuição das exportações para o PIB apresentou uma tendência crescente até 2004, quando atingiu seu pico, impulsionada pela depreciação da taxa de câmbio, que se seguiu à mudança no regime cambial, e pela elevação dos preços das

commodities exportadas pela economia brasileira. A partir de 2005, essa tendência foi revertida e a contribuição das exportações para o PIB apresentou um sensível declínio.

A contribuição das importações para o PIB, assim como a das exportações, apresenta um aumento entre os anos 2000 e 2001, passando de 11,82% para 14,20%, respectivamente. No ano seguinte, a depreciação da moeda nacional ocasionada, em grande medida, pela fuga de capital associada, entre outras coisas, às incertezas do processo eleitoral, reduziu a participação das compras externas no PIB. A partir de 2003 e até 2009, o peso das importações em relação ao PIB se manteve em uma trajetória baixa e estável, em torno de 12%-13%, em parte explicada pela tendência de apreciação cambial que se verificou na economia brasileira, principalmente após 2004. A obtenção de vultosos saldos comerciais associada a entrada de dólares via conta de capital – proporcionada pelo cenário de ampla liquidez externa – gerou pressões de apreciação da moeda doméstica. Essa situação, todavia, não comprometeu, de maneira significativa, as exportações brasileiras, tendo em vista que o efeito da ampliação da renda mundial que, em última instância provocou a elevação do preço das *commodities*, manteve aquecida a demanda pelos produtos exportados. Em 2008, tanto as exportações quanto as importações reduziram sua participação no PIB em decorrência da crise internacional que impactou diretamente a demanda e a renda da economia mundial. A partir de 2010, para as importações, o que se percebe é uma tendência de leve aumento explicada, essencialmente, pelo dinamismo interno da economia brasileira.

Qualificando o que já foi sugerido pelos dados, o crescimento do peso das variáveis do setor externo para a explicação do comportamento da inflação, nos últimos anos, foi acompanhado de uma especialização da pauta de exportação em produtos primários (gráfico 13), evidenciando que o perfil das exportações brasileiras contribuiu, sobremaneira, para importar inflação do resto do mundo. Assim sendo, pelo lado das exportações, o setor externo influenciou a dinâmica dos preços domésticos, via IPCA e IGP, principalmente, por meio da elevação dos preços das *commodities* presentes na pauta de exportação brasileira. Como será visto na seção sobre os componentes autônomos, em alguns momentos, a taxa de câmbio atuou como um filtro desses preços, arrefecendo seu impacto para a inflação doméstica.

Gráfico 13 – Pauta de exportação por fator agregado – participação no total (%): 1999-2013

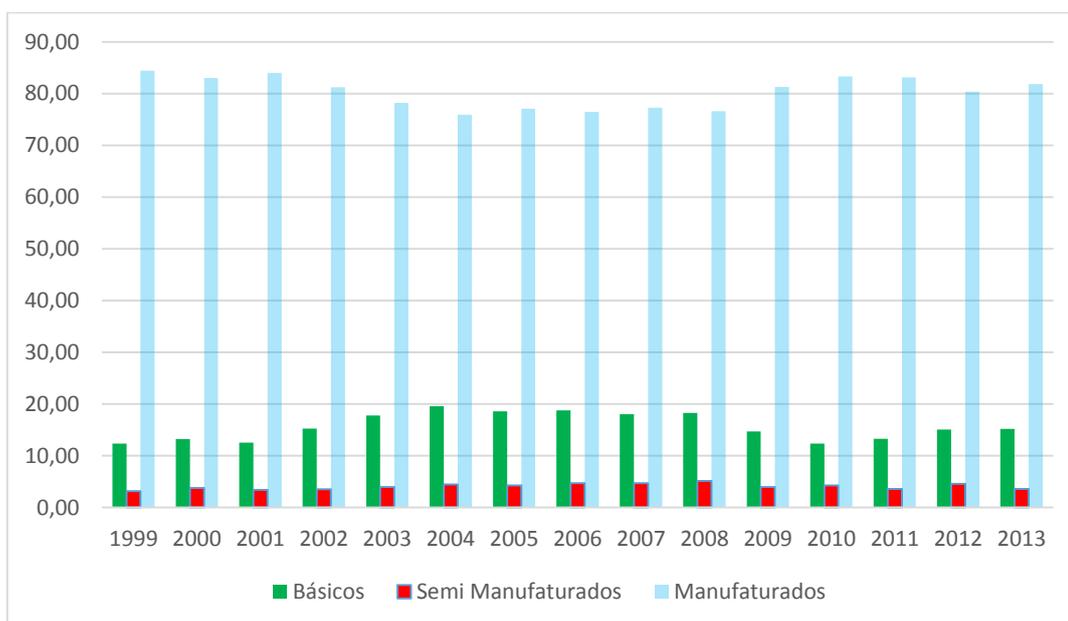
Fonte: Elaboração própria com base nos dados da SECEX/MDIC.

Quando se observa a composição da pauta de importação (gráfico 14), também por fator agregado, percebe-se a importância dos bens industrializados⁴⁸, em especial dos manufaturados. Todavia, os bens primários são ainda significativos na pauta de importação brasileira, a despeito de sua participação ter experimentado uma sensível queda, a partir de 2005.

Por esse canal, a contribuição para a dinâmica dos preços domésticos é mais complexa, já que as importações apresentam, basicamente, dois efeitos, quais sejam: o efeito demanda e o efeito custo. A importação de bens de capital, por exemplo, pode estar impactando negativamente na inflação, por representar um fator de custo, caso seus preços estejam elevados no mercado internacional, como também pode amenizar o impacto sobre preços, na medida em que incorpora tecnologia que, por seu turno, pode ser redutora de custos na medida em que melhora a produtividade.

A composição da pauta de importações deve, então, ser analisada com maiores detalhes, tendo em vista que pode, em alguma medida, ter contribuído para arrefecer os impactos inflacionários, via custos de produção, oriundos da elevação dos preços das *commodities*. Essa análise será feita na seção que trata do componente autônomo da inflação, que incorpora as pressões de custo sobre os preços.

⁴⁸ Na classificação dos produtos por fator agregado, considera-se como bens industrializados a soma entre os bens semimanufaturados e manufaturados.

Gráfico 14 – Pauta de importação por fator agregado – participação no total (%): 1999-2013

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da SECEX/MDIC.

Embora não seja o componente da demanda agregada que mais contribui para o PIB⁴⁹, a participação do setor externo, via balança comercial, para o crescimento econômico tem, de maneira geral, apresentado uma trajetória crescente que se reflete no aumento da corrente de comércio (ver gráfico 8). Portanto, esse detalhamento do comportamento das exportações e importações é relevante, uma vez que pode explicar o aumento do peso dos produtos primários e, conseqüentemente, dos preços das *commodities* para a dinâmica da inflação doméstica. Como será visto nas próximas seções, o aumento da importância dos produtos primários na pauta de exportação brasileira, bem como sua relevância na pauta de importações, auxilia na compreensão de como os preços externos passaram a impactar, significativamente, o nível de preços internos. Nessa configuração, a taxa de câmbio e os preços internacionais se tornaram variáveis cruciais para explicar o processo inflacionário brasileiro, principalmente a partir dos anos 2000, quando a economia já assimilava os efeitos das grandes transformações ocorridas ao longo da década anterior.

⁴⁹ Em todos os anos analisados, a contribuição se dá na seguinte ordem: despesas de consumo, formação bruta de capital fixo, variação de estoques e balança comercial.

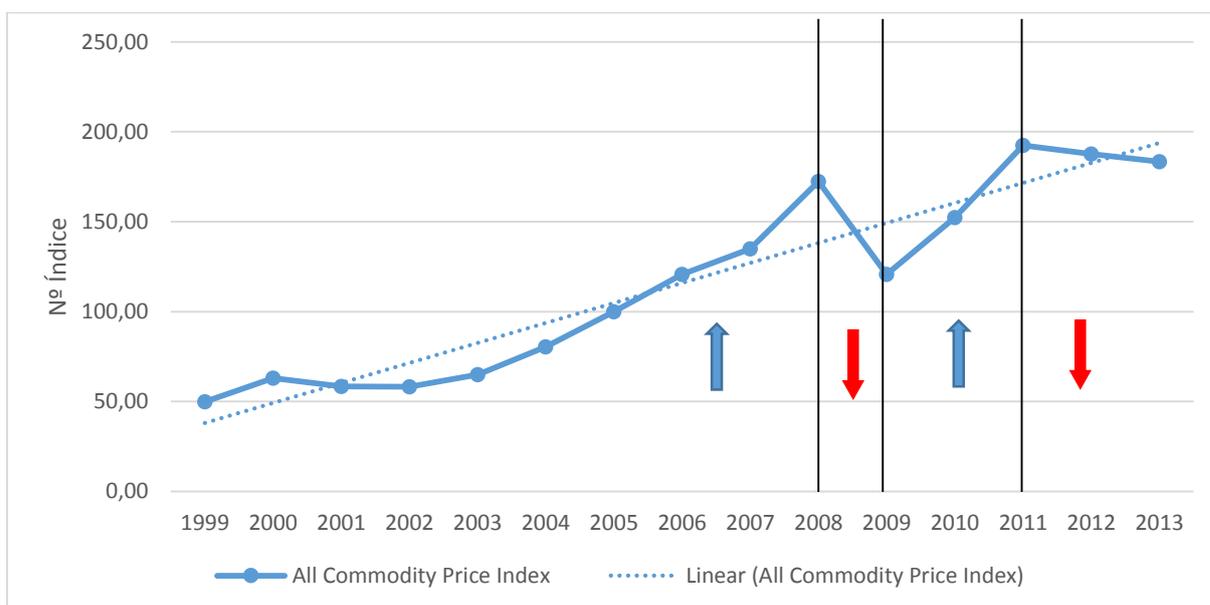
4.3.3. Componente Autônoma

Na componente autônoma da inflação, conforme identificado na equação 31, os preços internacionais e a taxa de câmbio foram as variáveis consideradas como sendo relevantes para verificar o impacto do setor externo sobre a inflação doméstica. Os efeitos do aumento nos preços externos sobre a inflação e sobre o câmbio, em economias exportadoras de *commodities* são complexos. Se, por um lado, o aumento nos preços externos provoca uma pressão alta sobre os preços domésticos, por outro, os saldos comerciais que são obtidos como decorrência da melhora nos termos de troca tendem a apreciar a taxa de câmbio, arrefecendo as pressões sobre a inflação interna.

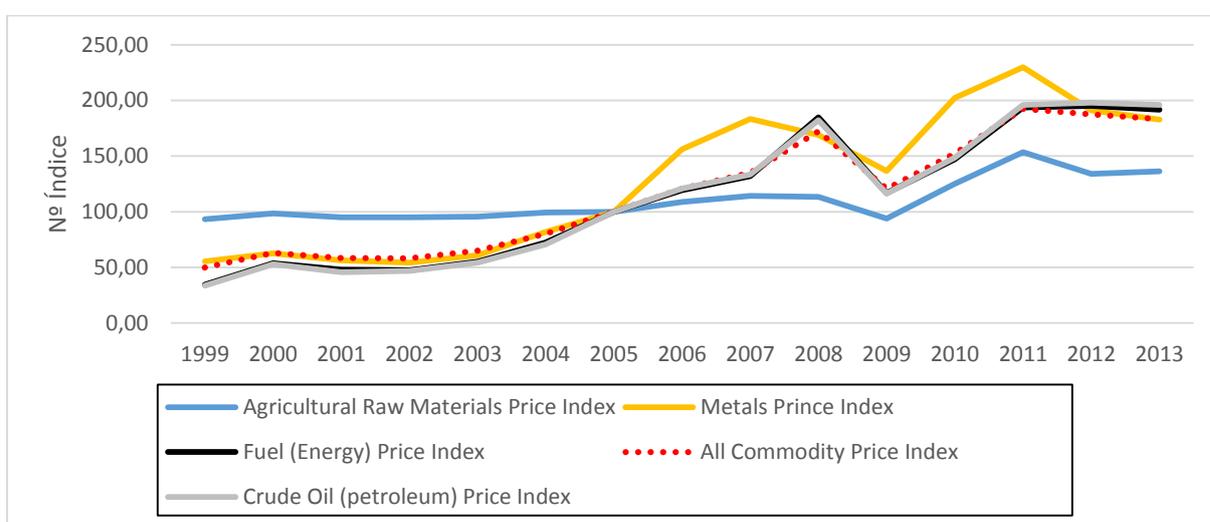
Como os preços internacionais se constituem na influência primária sobre os preços domésticos, o ponto de partida da análise da componente autônoma será a exposição do comportamento dos mesmos. Em seguida, será feita a análise da taxa de câmbio que, por sua vez, é uma variável cujo comportamento pode reforçar a influência dos preços externos indo na mesma direção) sobre os preços domésticos ou ainda compensar os efeitos da alta nos preços internacionais sobre a inflação interna, tornando-a mais ou menos intensa.

4.3.3.1 Os Preços Internacionais

Para analisar o impacto dos preços internacionais sobre o nível de preços da economia brasileira será utilizado o Índice de Commodities calculado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) que leva em consideração a inflação dos seguintes grupos: todas as *commodities*, matérias-primas industriais, matérias primas agrícolas, metais, combustíveis e petróleo. Tais produtos são importantes para explicar a dinâmica de preços domésticos, tendo em vista que estão presentes na pauta de exportação/importação brasileira. O índice é calculado tendo 2005 como ano base. O gráfico 15 apresenta o comportamento do índice que considera a inflação de todas as *commodities* e o gráfico 16 relaciona esse índice composto com a inflação das matérias-primas, dos produtos industriais, dos metais, dos combustíveis (energia) e do petróleo.

Gráfico 15 – Índice de *Commodities* do FMI (2005 = 100): 1999-2013

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FMI.

Gráfico 16 – Sub índices de *Commodities* do FMI (2005 = 100) – desagregado por itens: 1999-2013

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FMI.

Conforme sugere a linha de tendência traçada no gráfico 15, o preço das *commodities* seguiu uma trajetória de elevação, ao longo do período analisado, marcada por alguns momentos de moderada retração. Considerando o movimento de alta e baixa dos preços das *commodities* relevantes para explicar a dinâmica da inflação doméstica, a série pode ser dividida em 3 subperíodos, quais sejam: 1999-08, 2009-11 e 2012-13. Embora no período compreendido entre 1999 e 2008 as variáveis apresentem comportamento, até certo ponto, homogêneo, é possível ainda identificar algumas diferenças entre os anos de 1999-04 e 2005-08.

Entre 1999 e 2008, verifica-se uma tendência de alta nos preços internacionais decorrente do bom momento do comércio internacional, com a ascensão de mercados consumidores importantes como a economia chinesa, que se refletiu no aquecimento da demanda mundial por *commodities*. Durante esse período, o índice foi pressionado, principalmente, pelas *commodities* energéticas e do setor de metais. Cabe salientar que apesar de a China⁵⁰, com suas taxas de crescimento elevadas, ter aumentado seu peso na economia e na dinâmica mundiais, a emergência dos países Asiáticos com potencial de consumo significativo e crescente, a exemplo da Índia, também impactou positivamente a procura pelas *commodities*.

Embora durante os anos de 1999 e 2008, o preço das *commodities* tenha apresentado uma trajetória de elevação, esse movimento se tornou mais intenso, a partir de 2005, quando o grupo das *commodities* metálicas passou a exercer maior influência sobre o índice agregado. Esse fato pode estar associado aos investimentos em infraestrutura realizados pela economia chinesa que, a partir dos anos 2000, adquiriu importância significativa na dinâmica econômica mundial e passou a ser um forte demandante dos produtos primários como, por exemplo, o minério de ferro. Cabe ressaltar que, como o Brasil se apresenta como um grande produtor e exportador de produtos primários (gráfico 13), o aumento na demanda de *commodities* favoreceu as exportações brasileiras, de maneira que o país se tornou um fornecedor chave de insumos e produtos básicos no mercado internacional.

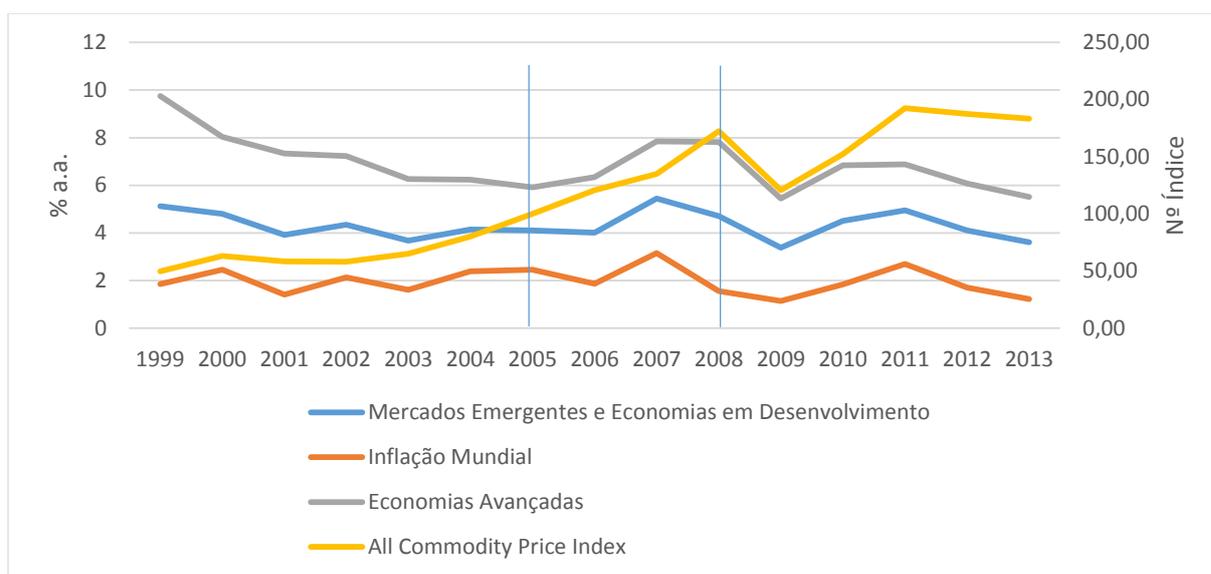
Em 2007, a eclosão da crise no setor imobiliário americano, e seus desdobramentos, em 2008, para a economia mundial, reverteram a trajetória de alta dos preços externos, uma vez que impactaram negativamente na demanda internacional. Embora tenha se verificado queda em todos os grupos de *commodities*, a redução foi mais sensível no grupo dos alimentos. Todavia, já em 2009, a maior participação da China na economia mundial, contribuiu para reverter a queda dos preços das *commodities* que já no segundo bimestre do ano voltaram a subir, promovendo uma recuperação das exportações. A partir de então, o índice de *commodities* voltou a entrar na rota de crescimento que se verificou ao longo da série analisada puxado, principalmente, pela evolução dos preços no grupo de *commodities* metálicas. Essa trajetória foi interrompida, mais uma vez, em 2011, como consequência da retração da demanda internacional provocada pela crise da Zona do Euro. Entretanto, o índice que considera a

⁵⁰ Sobre o efeito do crescimento da China na determinação dos preços das *commodities*, ver Prates (2007).

evolução da inflação em todas as *commodities* permaneceu em níveis elevados até o final do período em questão.

Como pode ser visto no gráfico 17, a alta nos preços internacionais de *commodities*, principalmente entre 2005 e 2008, pressionou para cima a inflação das economias desenvolvidas e em desenvolvimento, evidenciando que esse efeito não foi um caso isolado da economia brasileira, constituindo-se, portanto em uma tendência internacional.

Gráfico 17 – Taxas de Inflação e Preço de Commodities: 1999 a 2013.



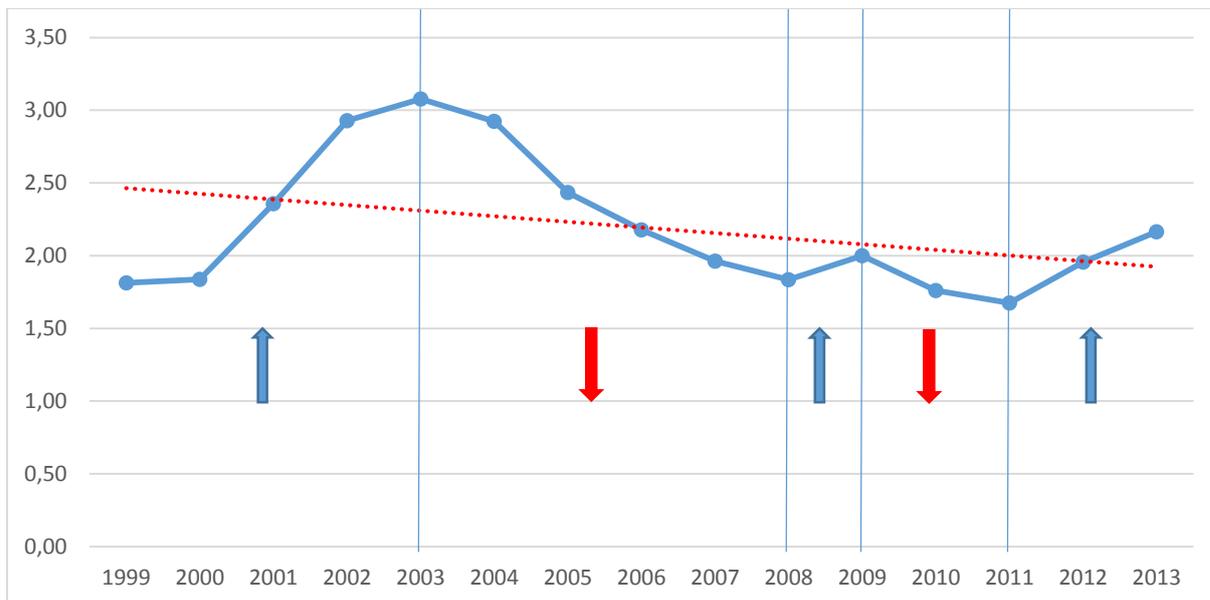
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FMI.

Assim sendo, no período analisado, a economia brasileira importou inflação do resto do mundo, o que sugere a ampliação da importância das variáveis do setor externo para explicar a dinâmica dos preços domésticos. É relevante, por fim, avaliar em que medida a taxa de câmbio atuou no sentido de reforçar ou de amenizar essa tendência de repasse da elevação dos preços externos para o nível de preços interno.

4.3.3.2 A Taxa de Câmbio

A análise do comportamento da taxa de câmbio foi realizada com base na série diária da PTAX, calculada pelo Bando Central. O gráfico 18 mostra o comportamento da taxa de câmbio entre 1999 e 2013, dividindo o período de acordo com os momentos de elevação (depreciação) e queda (apreciação).

Gráfico 18 – Taxa de câmbio nominal (PTAX - venda - final de período - média das cotações diárias - R\$/US\$)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Analisando a linha de tendência, é possível identificar que a taxa de câmbio apresenta uma trajetória de apreciação, ao longo dos anos. Alguns autores como, por exemplo, Bresser-Pereira (2011), têm defendido que se verifica na economia brasileira uma tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio, que só se desvaloriza, bruscamente, nos momentos de crise do balanço de pagamentos⁵¹. Levando em consideração, os momentos de depreciação e apreciação da moeda brasileira, para que seja possível fazer uma análise mais detalhada, a série pode ser dividida em sete subperíodos, quais sejam: 1999-03, 2003-08, 2008-09, 2009-11 e 2011-13. Com a mudança do regime cambial, em 1999, ocorreu uma depreciação significativa da taxa de câmbio que atingiu R\$ 1,97 em novembro, ante R\$ 1,19 no mesmo mês do ano anterior. Essa depreciação não apresentou efeitos inflacionários significativos, pois ocorreu em um momento de vale da produção industrial, marcado pela contração da demanda, o que impediu, em grande medida, o repasse da variação cambial para os preços. Ademais, a política monetária rígida de elevação da taxa de juros que estava sendo praticada atuou no sentido de dificultar uma aceleração da inflação ao longo do período supracitado.

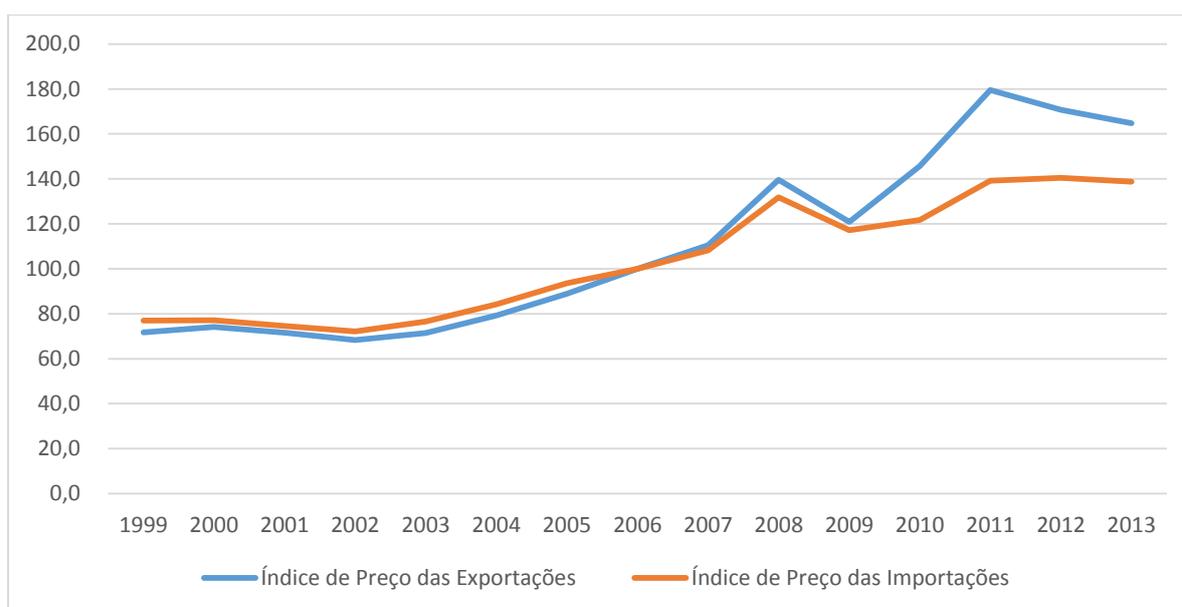
Nos anos de 2001 e 2002, ocorreram novos episódios de depreciação da moeda nacional. O movimento do câmbio foi impulsionado, no âmbito externo, pelo contágio da crise

⁵¹ Existe uma ampla literatura sobre os efeitos da apreciação do câmbio sobre a industrialização e o crescimento da economia brasileira. Sobre essa análise, consultar, por exemplo, Bresser-Pereira (2007a; 2007b; 2010a; 2010b); Bresser-Pereira; Marconi (2010); Nakahodo; Jank (2006); Ribeiro; Markwald (2008).

argentina e pelos atentados de 11 de setembro que provocaram uma crise de confiança nos mercados financeiros. Nesse contexto, diante das incertezas sobre o comportamento da economia mundial, os agentes buscaram proteção demandando dólar, o que contribuiu para desvalorizar a moeda nacional. No lado doméstico, a crise energética de 2001 e as incertezas decorrentes do processo eleitoral em 2002, provocaram uma fuga de capitais que reforçou a tendência de elevação da taxa de câmbio. A depreciação acumulada no período 1998-02 foi de 192%, isto é, de 30,7% ao ano, gerando um impacto significativo nos custos e no endividamento em dólar.

A partir de 2003, o desempenho da economia brasileira foi fortemente influenciado pela dinâmica da economia internacional e dois fatores contribuíram para a reversão do movimento de depreciação da taxa de câmbio, dando início a um processo de apreciação da moeda doméstica que só foi interrompido em 2008 como reflexo da crise internacional. Em primeiro lugar, a melhora dos termos de troca proporcionada pelo aumento do preço das *commodities* exportadas pela economia brasileira, impulsionaram as exportações permitindo a obtenção de vultosos saldos na balança comercial. Essa melhora nos termos de troca, principalmente a partir de 2007, pode ser visualizada quando se compara a evolução dos índices de preço de exportação e importação da economia brasileira (gráfico 19).

Gráfico 19 – Evolução dos índices de preço de exportação e importação para a economia brasileira: 1999 a 2013



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Por sua vez, a política monetária contracionista caracterizada pela manutenção de uma taxa de juros elevada, em um contexto de ampla liquidez no mercado internacional e de boa

fase na economia brasileira, permitiu a entrada da moeda estrangeira também pela via da conta de capitais. Nesse contexto, já em 2003 a taxa de câmbio recuou e atingiu R\$ 2,93, ante os R\$ 3,63 do mesmo período do ano anterior.

O movimento de apreciação cambial ganhou mais intensidade, a partir de 2004. O bom desempenho da economia internacional se refletia em uma demanda externa crescente pelos produtos exportados pelo Brasil, especialmente por parte da China, o que provocava efeitos positivos nos seus preços. Como essas mercadorias, em sua maioria produtos básicos, representavam parcela significativa da pauta de exportação brasileira (ver gráfico 11), a economia nacional passou a acumular superávits significativos na balança comercial que passou de US\$ 2.650 milhões em 2001 para US\$ 33.641 milhões em 2004.

Com o grande afluxo de moeda estrangeira, via balança comercial e conta de capitais, o Banco Central iniciou uma política de acumulação de reservas elevando o volume de reservas internacionais de US\$ 35.866 milhões em 2001 para US\$ 206.806 milhões em 2008. O acúmulo de reservas por parte do Banco Central atuou no sentido de reforçar a tendência de apreciação da taxa de câmbio, que chegou a R\$ 1,59 em julho de 2008, e só foi revertida com a eclosão da crise no mercado imobiliário americano.

A crise internacional impactou o dinamismo da economia mundial, provocando uma redução na demanda externa. Como consequência, verificou-se uma retração no preço das *commodities* que comprometeu, em alguma medida, o desempenho das economias exportadoras desses bens, como foi o caso do Brasil. Nesse momento, há uma reversão na tendência de apreciação cambial e a taxa de câmbio atinge a R\$ 2,32 em março de 2009. Entretanto, a importância da demanda chinesa por produtos primários presentes na pauta de exportação brasileira foi fundamental para que se verificasse, já no primeiro trimestre de 2009, uma retomada no preço das *commodities* que se refletiu em um aumento do índice do FMI que passou de 120,72, em 2009, para 152,31 em 2010. Essa mudança representou um aumento de aproximadamente 26,2%.

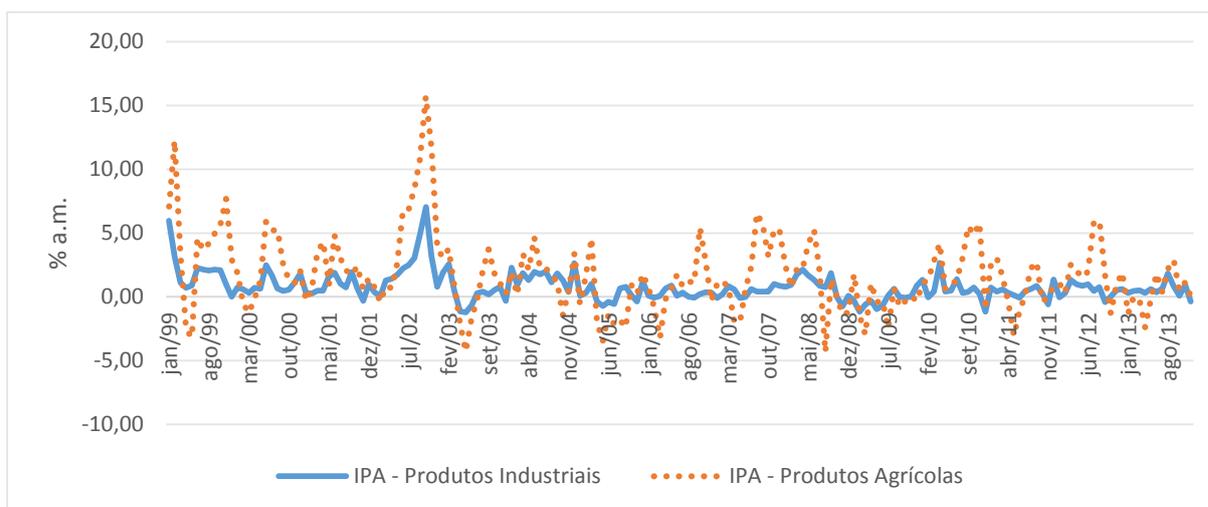
Em 2011, o índice de *commodities* permaneceu elevado, atingindo 192,4. Esse aumento foi impulsionado, em grande medida, pelo comportamento ascendente do preço das *commodities* metálicas que aumentou 68,2% entre 2009 (136,53) e 2011 (229,72). Essa elevação dos preços externos não foi compensada por uma diminuição da taxa de câmbio, o que aumentou o peso da inflação importada, sobretudo nos grupos de alimento e combustíveis. Em fins desse ano, como decorrência da crise da Zona do Euro (desdobramento da crise do

subprime)⁵², o declínio da taxa de crescimento dos maiores parceiros comerciais do Brasil e consequente redução da demanda externa provocaram uma leve retração de aproximadamente 4,7% na cotação das *commodities* (o índice caiu de 192,41, em 2011 para 183,34, em 2013).

Como foi sugerido na análise do componente de demanda, o impacto das importações sobre a inflação é complexo, podendo atuar no sentido de arrefecer ou de acentuar as pressões inflacionárias. Para o primeiro caso, os seguintes comportamentos podem ser identificados: i) queda nos preços dos produtos importados no mercado internacional; ii) os produtos importados contêm alguma tecnologia redutora de custos; iii) valorização da moeda nacional em relação à moeda estrangeira, ou seja, apreciação da taxa de câmbio e iv) baixo peso dos produtos importados nos custos de produção da economia. Por outro lado, o impacto das importações pode acentuar as pressões inflacionárias quando: i) se verifica alta no preço dos itens importados; ii) a moeda nacional está perdendo valor frente à moeda estrangeira, ou seja, a taxa de câmbio está de depreciando e iii) os produtos importados representam parcela significativa do custo de produção das empresas.

De acordo com o gráfico 14, entre 1999 e 2013, os bens manufaturados foram os mais relevantes na composição da pauta de importações brasileira, por fator agregado. Quando se compara o IPA dos produtos agrícolas com o dos produtos industriais (gráfico 20), percebe-se que os primeiros estiveram, quase sempre, em um nível mais elevado, como sugere a análise feita até então. Assim sendo, a evolução dos preços dos produtos industriais, embora tenham aumentado – em menor intensidade – nos mesmos períodos do preço dos produtos agrícolas, pode ter sido relevante para arrefecer as pressões da elevação dos preços das *commodities* sobre a inflação doméstica. Esse arrefecimento pode ter sido causado ainda pela sensível perda de participação dos produtos primários na pauta de importações, principalmente a partir de 2005, muito embora essa redução tenha sido revertida em 2011.

⁵² Para uma análise da crise da Zona do Euro como desdobramento da crise do *subprime*, consultar Leite e Cavalcanti-Filho (2012).

Gráfico 20 – IPA dos produtos agrícolas e IPA dos produtos industriais: 1999 a 2013

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da FGV.

Reforçando essa evidência, o gráfico 19, que mostra a evolução dos preços dos produtos importados e exportados pela economia brasileira, vai ao encontro do argumento de que a maior pressão sobre os preços domésticos, principalmente após 2007, encontra-se no lado das exportações. Mais uma vez, pela análise desses índices, é possível sugerir que a relativa estabilidade dos preços das importações pode ter atuado no sentido de amenizar a alta dos preços dos produtos primários, importantes na pauta de exportações e, ainda que em menor medida, na pauta de importações.

Diante do que foi exposto, até então, no que se refere aos impactos das variáveis analisadas nessa seção sobre o comportamento dos preços domésticos, na última década, é possível observar que a inflação importada, aparentemente, exerceu influência sobre os movimentos do nível de preços. A tabela 9 mostra a evolução do IPCA, do índice de *commodities* e da taxa de câmbio, entre 1999 e 2013.

Tabela 9 – Evolução do IPCA, do índice de *commodities* e da taxa de câmbio: 1999-2013

	IPCA (%a.a.)	Índice de Commodities (2005=100)	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)
1999	8,94	49,84	1,81
2000	5,97	63,06	1,84
2001	7,67	58,36	2,36
2002	12,50	58,17	2,93
2003	9,30	64,98	3,08
2004	7,60	80,32	2,93
2005	5,69	100,00	2,43
2006	3,14	120,76	2,18

2007	4,46	134,93	1,96
2008	5,90	172,37	1,83
2009	4,31	120,72	2,00
2010	5,90	152,31	1,76
2011	6,50	192,41	1,68
2012	5,84	187,55	1,97
2013	5,91	183,34	2,17

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do IBGE, FMI e BCB.

Ao longo dos anos, os movimentos dos preços externos foram acompanhados por comportamentos distintos da taxa de câmbio. No biênio 1999-2000, o IPCA registrou uma queda de aproximadamente 33,2%, a despeito de ter se verificado um aumento nos preços externos e uma sensível depreciação da taxa de câmbio. Entre 2001 e 2002, a elevação do índice de preços esteve associada, em grande medida, a fatores internos que, como visto na seção 4.3.1, contribuíram para depreciar a taxa de câmbio. A elevação de aproximadamente 28,3% na taxa de câmbio exerceu impactos positivos na inflação, mesmo com os preços externos apresentando uma sensível queda.

A partir de 2003, e até 2006, os preços internacionais e o câmbio apresentaram comportamentos e impactos distintos sobre o IPCA. Enquanto os preços externos iniciam sua trajetória de elevação, percebe-se um movimento de apreciação da taxa de câmbio que, nesse período, apresentou uma queda de aproximadamente 29,2%. Dessa forma, o efeito do aumento do preço das *commodities* para a inflação foi filtrado pela apreciação cambial. Entre 2007 e 2008, todavia, a queda na taxa de câmbio não foi suficiente para filtrar o aumento dos preços internacionais e a inflação voltou a subir. Assim sendo, até 2003, a taxa de câmbio reforçou a pressão inflacionária exercida pelos preços externos e as duas variáveis atuaram conjuntamente pressionando a inflação para cima. A partir de 2004, entretanto, a taxa de câmbio apresentou uma tendência de apreciação, verificada até 2008, que contribuiu, sobremaneira, para filtrar os efeitos da elevação dos preços das *commodities* sobre a dinâmica da inflação doméstica.

Em 2009, verifica-se uma queda de aproximadamente 30% nos preços externos, decorrente da crise econômica internacional, que contribuiu para reduzir o IPCA, mesmo com uma sensível depreciação cambial. Já em 2010, os preços externos voltam a subir e pressionam a inflação para cima, ainda que a taxa de câmbio tenha diminuído. A mesma situação se verifica em 2011, quando o impacto dos preços externos sobre o IPCA parece ter sido maior que o da taxa de câmbio. Por fim, entre 2012 e 2013, a queda verificada nos preços externos – que ainda permanecem em patamares elevados – e o aumento na taxa de câmbio, enquanto o IPCA

apresenta alta de aproximadamente 1,2%, sugerem que, nesse momento, os efeitos do câmbio foram mais significativos para explicar a inflação. A mudança na taxa de câmbio contribuiu para pressionar a inflação doméstica, embora o IPCA tenha se mantido em níveis mais baixos que nos anos anteriores (2009 e 2010), em parte pela sensível queda dos preços externos decorrente do desaquecimento da economia mundial.

4.3.4. Componente de Realimentação

Para analisar a importância do componente de realimentação da inflação, serão consideradas as seguintes variáveis: expectativas de inflação, volatilidade cambial e inércia inflacionária. De acordo com o que foi apresentado nos capítulos anteriores, as expectativas inflacionárias se constituem um importante canal através do qual a ampliação do grau de abertura econômica, especialmente a abertura financeira, afeta a formação de preços. O canal das expectativas assume importância significativa, na medida em que é influenciado pelas variáveis do setor externo aqui analisadas, constituindo-se em um elemento adicional relevante para explicar a formação e a trajetória dos preços domésticos.

Considerando o que foi indicado na equação 31, embora as expectativas de inflação não sejam explicadas unicamente pela volatilidade da taxa de câmbio, que foi intensificada pela ampliação do grau de abertura financeira, esta variável é importante para entender seu comportamento. Uma hipótese que está sendo sugerida nesta tese é que no novo contexto que se apresenta pós anos 1990, o maior grau da abertura financeira atua no sentido de ampliar as incertezas em relação ao comportamento da taxa de câmbio, reforçando o papel das expectativas cambiais na formação das expectativas inflacionárias e, por extensão, destas na inflação. Dessa forma, as expectativas impactam na inflação, em grande medida, por meio das incertezas geradas pela possibilidade de variações inesperadas da taxa de câmbio.

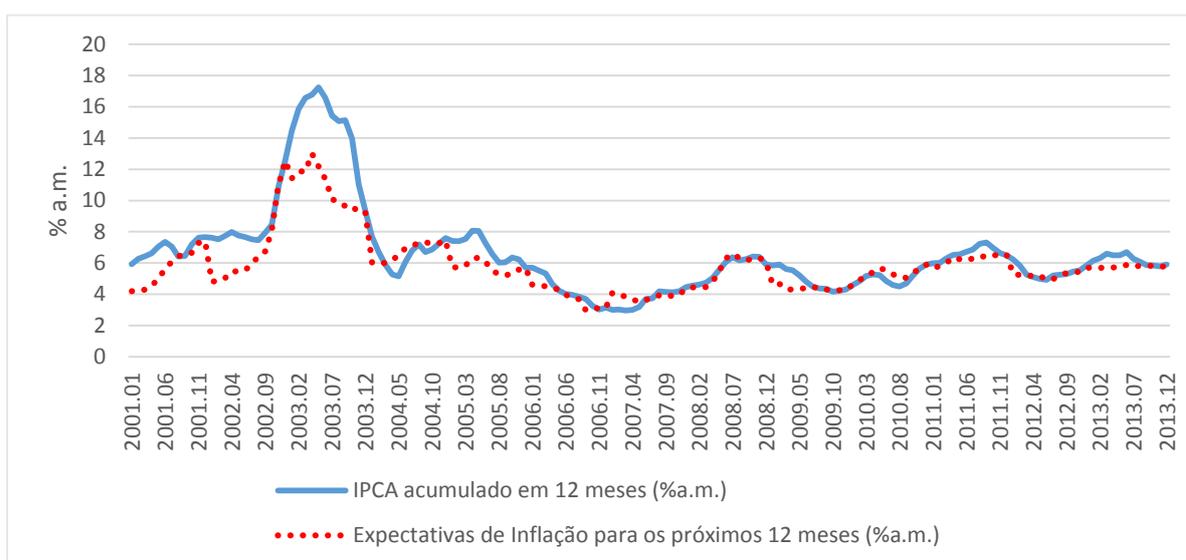
Em economias que operam sob o RMI, o canal das expectativas adquire maior importância. No Brasil, *“as expectativas de mercado sobre a inflação são fatores (input) importantes no modelo de projeção do BCB [...] essas expectativas têm sido influenciadas pelo comportamento passado da inflação, as metas de inflação, a taxa de câmbio e a evolução dos preços das commodities (BEVILAQUA et al., 2007, p. 5).*

Para compreender a dinâmica da realimentação da inflação, é necessário ainda analisar a inércia inflacionária. A inércia será considerada na análise, tendo em vista que se constitui em um componente explicativo importante para a dinâmica dos preços da economia brasileira⁵³.

A análise das expectativas de inflação será feita com base nos dados do boletim *Focus* que se constitui em um relatório divulgado semanalmente pelo Banco Central e que contém uma série de projeções a respeito de alguns indicadores da economia brasileira, entre eles o IPCA. A volatilidade da taxa será avaliada através do cálculo da variância mensal da série da taxa de câmbio (PTAX), disponibilizada pelo Banco Central. Por fim, a inércia, e também as expectativas, serão analisadas pela decomposição da variação total do IPCA, proposta pelo Banco Central na nota técnica número 22 do Relatório de Inflação de junho de 2002, que divide a variação total do IPCA em 5 componentes, quais sejam: variação cambial; inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta no ano anterior; diferença entre as expectativas de inflação dos agentes e a meta; inflação dos preços livres, excluídos os efeitos dos três itens anteriores e inflação de preços administrados por contrato ou monitorados, retirando-se os efeitos dos dois primeiros itens.

O gráfico 21 apresenta a evolução das expectativas de inflação anual comparada com a inflação efetiva (IPCA), para o período 2001-2013.

Gráfico 21 – IPCA (% a.a.) e Expectativa de Inflação Anual (%): 2001-2013



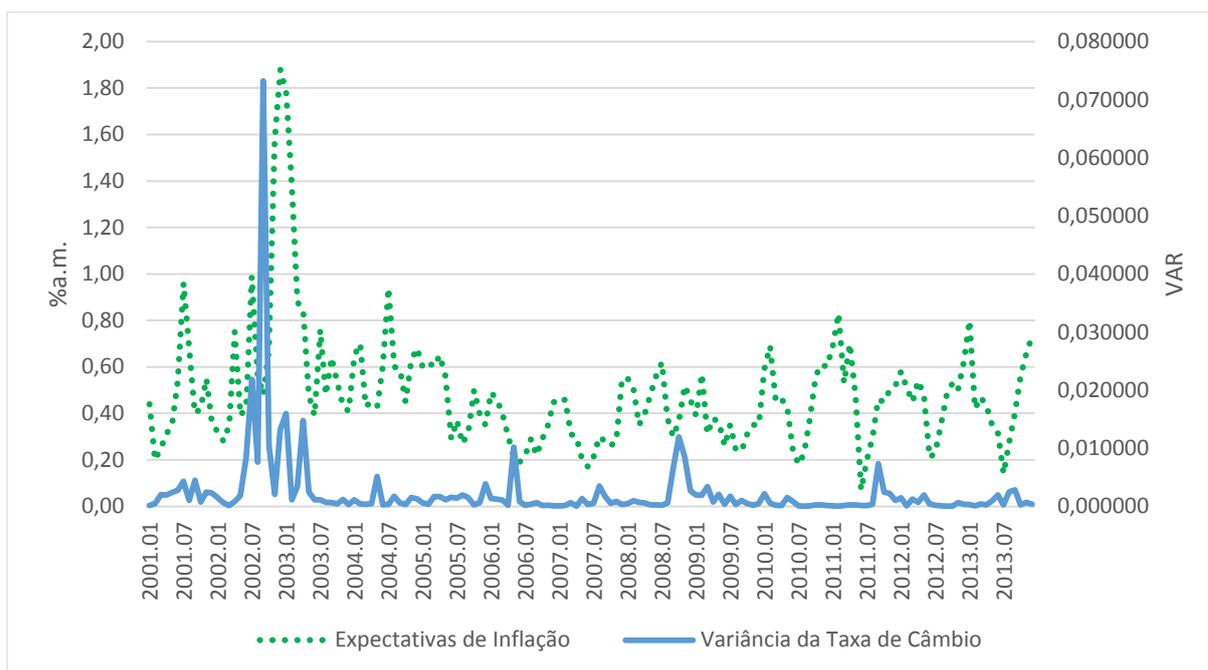
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Nota: O gráfico da expectativa de inflação foi construído levando em consideração a projeção mensal para a inflação dos próximos 12 meses, referente ao último relatório *Focus* de cada mês.

⁵³ O capítulo II desta tese contém referências teóricas importantes sobre as origens da inflação inercial e sobre a importância desse componente para a dinâmica da inflação brasileira.

De maneira geral, as expectativas do mercado acompanham, ainda que com alguma defasagem, a inflação efetiva. Ao longo dos anos, influenciadas pelos acontecimentos na conjuntura econômica mundial e também nas condições da economia nacional, as expectativas oscilaram, consideravelmente, subestimando ou superestimando o movimento de preços. Entre 2001 e 2002, as projeções conseguiram captar, adequadamente, o rápido movimento de aceleração da inflação. Todavia, a desaceleração, que se verificou já no início de 2003, foi lentamente captada pelo índice, o que explica, a diferença entre as expectativas e a inflação efetiva no período entre março e dezembro desse ano. Ao longo de 2006, o mercado subestimou a inflação e as expectativas ficaram abaixo da meta para o ano. Em seguida, percebe-se que há uma deterioração nas projeções de mercado que acompanha a elevação do nível de preços. Mais uma vez, entre 2009 e 2012, verificou-se uma tendência de subestimação da inflação pelo mercado, muito embora os dados não tenham apresentado diferenças significativas. Em 2011, por exemplo, a inflação estava em 6,5% e as expectativas oscilavam em torno de uma média de 6,15%. A partir de fins de 2012, o mercado volta a elevar suas projeções para a inflação que chegam em 2013, muito próximo do IPCA efetivo (expectativa de 5,73% em dezembro e inflação efetiva de 5,91%).

Reafirmando o que já foi colocado, a hipótese subjacente à tese, no que se refere à influência das expectativas sobre a inflação, é que a ampliação do grau de abertura financeira contribuiu para tornar a taxa câmbio uma variável mais volátil, o que produz incerteza no mercado de câmbio. Essa incerteza, por sua vez, é transmitida para a inflação por meio das expectativas dos agentes. Buscando identificar a relação entre essas variáveis, o gráfico 22 mostra a evolução das expectativas de inflação e da volatilidade da taxa de câmbio.

Gráfico 22 – Expectativas de Inflação e Volatilidade da Taxa de Câmbio: 2001-2013

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Notas: a) O gráfico da expectativa de inflação foi construído levando em consideração o dado referente ao último relatório *Focus* de cada mês para a inflação do ano. b) A volatilidade cambial foi calculada por meio da variância mensal da série da taxa de câmbio PTAX disponibilizada pelo Banco Central.

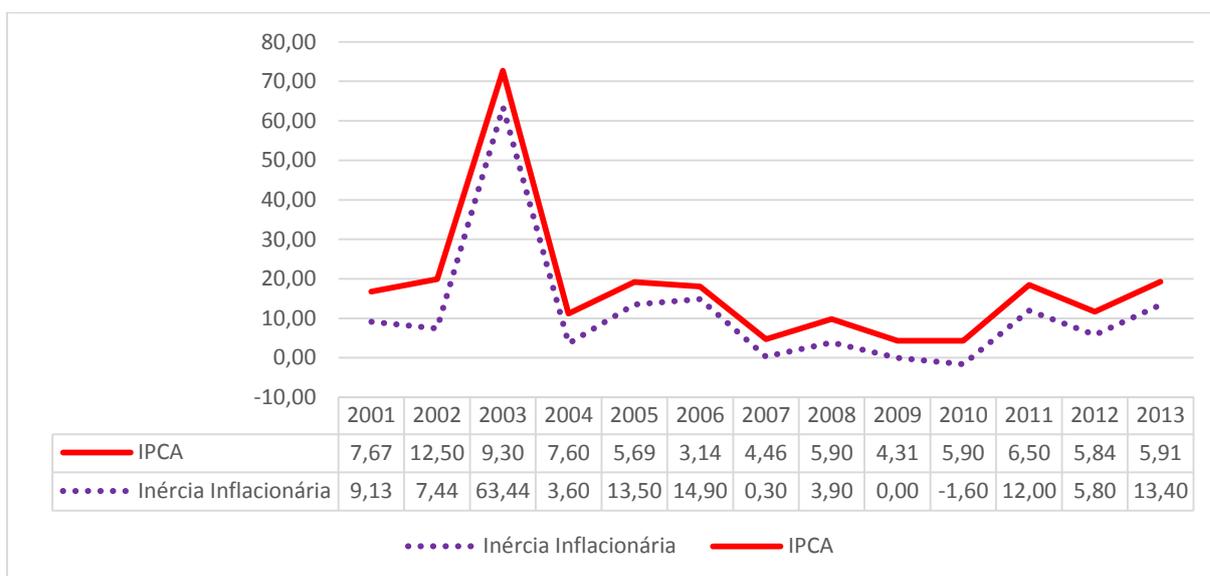
Pela observação do gráfico, percebe-se que as duas variáveis se movem, em geral, na mesma direção. Há uma defasagem temporal entre as duas variáveis, tendo em vista que as expectativas de inflação são calculadas no período corrente para o período subsequente. Para o período 2002-03, a análise dos dados parece indicar uma confirmação da hipótese de que a volatilidade da taxa de câmbio é um dos fatores explicativos da expectativa de inflação, como indicado na equação 31. Em momentos de elevada volatilidade da taxa de câmbio, como, por exemplo, no período entre janeiro de 2001 e janeiro de 2002, verifica-se uma deterioração nas expectativas. A partir de 2004, as expectativas de inflação se movem com mais frequência e intensidade do que a volatilidade cambial, sugerindo que, entre 2004 e 2013, houve uma redução no peso dessa variável e, portanto, os demais fatores (como os que foram sugeridos na especificação da equação 31) tiveram uma contribuição maior para explicar a dinâmica das expectativas inflacionárias.

É possível ainda identificar períodos – janeiro/julho de 2006, julho de 2008 a janeiro de 2009 e julho de 2011 a janeiro de 2012, por exemplo – em que variações abruptas da taxa de câmbio são acompanhadas de uma piora nas projeções do mercado para a inflação. Entretanto, há também períodos – julho de 2009 e janeiro de 2010, por exemplo – em que se verifica uma piora nas expectativas de inflação, sem que haja grandes alterações da volatilidade

cambial, sugerindo um aumento da importância dos outros fatores explicativos das expectativas de inflação. Assim sendo, os dados sugerem que na nova configuração trazida pelo maior grau de abertura financeira, o câmbio tornou-se uma variável potencialmente instável, tendo em vista que podem ocorrer variações imprevistas no fluxo de capital, o que produz incertezas que são repassadas para a inflação, por meio das expectativas e projeções dos agentes. Portanto, a despeito de as expectativas de inflação serem influenciadas também por outros fatores que não a volatilidade cambial, como sugerido na equação 31, esta variável se mostra, em geral, relevante para explicar os efeitos das projeções, feitas pelos agentes para o comportamento do nível de preços doméstico, sobre a inflação efetiva, muito embora não seja seu único condicionante. Naturalmente, os pesos dos diversos condicionantes da inflação, considerados na equação 31, alteram-se ao longo do período de análise.

Para concluir a análise do componente de realimentação, ainda é necessário discorrer sobre a importância da inércia inflacionária. De acordo com Modenesi e Ferrari-Filho (2011), a inflação brasileira é explicada, em grande medida, por dois componentes, quais sejam: a inércia e as pressões de custos. O componente inercial tem um peso considerável para explicar a evolução do IPCA, tendo em vista que uma parcela significativa dos bens e serviços que entram na cesta de consumo que compõem o seu cálculo se encontra, ainda que parcialmente, atrelada a índices que refletem a inflação passada. Braga (2011) estimou que 70% a 80% das variações mensais do IPCA são repassadas de um ano para o outro, através de um processo de auto alimentação.

Embora seja um componente mais forte para explicar a dinâmica dos preços administrados, a inércia também é relevante na determinação dos preços livres. O gráfico 23 apresenta a participação relativa da inércia, de acordo com a decomposição proposta pelo Banco Central.

Gráfico 23 – Decomposição do IPCA: Inércia inflacionária (% a.a.): 2001 a 2013

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central.

Nota: ¹A decomposição realizada na Carta Aberta de janeiro de 2002, relativa à inflação de 2001, não inclui o termo expectativas.

² De acordo com a decomposição da inflação proposta pelo Banco Central, no Relatório de Inflação de 2006, a inércia está associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior⁵⁴.

Pelos dados, é possível perceber que a inércia, embora apresente um comportamento volátil ao longo dos anos, constitui-se em uma variável importante para explicar o IPCA, principalmente nos períodos em que há uma deterioração das expectativas, como ocorreu em 2003, quando 63,44% do índice de preços foi explicado pelo componente inercial. Nesse ano, somados, os fatores de realimentação representaram 81,72% do IPCA. Todavia, em alguns momentos, esse componente pressionou a inflação para baixo, como ocorreu em 2010.

Em todo o período, a exceção dos anos de 2007 a 2010, o peso da inércia inflacionária foi um fator importante para a compreensão dos movimentos da inflação. A partir de 2005 e 2006, houve modificação na dinâmica dos preços administrados que foi provocada, como já foi apresentado, pelas medidas de desindexação adotadas ao longo da década de 2000. Ainda assim, parcela relevante de bens e serviços continuam indexadas à inflação do período anterior: aluguéis (indexados ao IGP-M), tarifas de energia elétrica (parcialmente atrelada ao IGP-M) e de telefonia (indexada a um índice setorial que também é composto pelo IGP-M) e o salário mínimo (que passou a ser indexado ao IPCA e ao crescimento real do PIB), evidenciando que o peso da inércia continuou importante para explicar o movimento de preços.

⁵⁴ O procedimento utilizado é descrito em Freitas, Minella e Riella (2002): “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos dos Choques dos Preços Administrados”. Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 22.

A inflação no setor de serviços, como destacam Summa e Braga (2014), apresenta um grau de inércia elevado, uma vez que esse setor é basicamente não comercializável e os salários, estreitamente atrelados ao salário mínimo, são um fator de custo relevante para explicar o comportamento dos preços neste setor. Por outro lado, a existência de um conflito distributivo latente, que possibilita aos empresários, em algum grau, recompor as margens de lucro após choques nos custos de produção, pode explicar parte significativa da inércia inflacionária na economia brasileira (BRAGA, 2011). Juntos, os fatores indicados contribuíram para tornar mais relevante o peso do componente inercial da inflação brasileira, perpetuando os efeitos da inflação passada sobre a evolução do IPCA.

A descrição feita nessa seção, em conjunto com os dados apresentados, sugere que os fatores de realimentação da inflação, indicados na equação 31, constituíram-se em variáveis explicativas importantes para dinâmica dos preços da economia brasileira. Assim sendo, é possível indicar que a despeito de não dependerem unicamente e nem principalmente da volatilidade cambial, a variação da taxa de câmbio influenciou, em alguma medida, as expectativas de inflação, marcadamente no período entre janeiro de 2001 e julho de 2003, que, em conjunto com a inércia inflacionária, desempenharam um papel relevante na evolução do IPCA, na década de 2000, representando fontes de pressão significativa sobre os preços.

4.4 SUMÁRIO E CONCLUSÕES

O presente capítulo teve por objetivo analisar, através da utilização de estatística descritiva, as variáveis que foram consideradas como sendo relevantes para explicação do comportamento da inflação brasileira, em um contexto de elevado grau de abertura comercial e financeira. A identificação dessas variáveis foi feita através da apresentação de uma versão adaptada do modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970), que foi apresentado no capítulo II. A partir da versão original, foi inserido em cada componente da inflação – demanda, autônomo e realimentação – variáveis relacionadas ao setor externo que foram afetadas pela ampliação do grau de abertura econômica e que, ao mesmo tempo, afetam o comportamento dos preços domésticos.

Na componente de demanda, o saldo da balança comercial foi considerado como sendo um canal através do qual o setor externo pode afetar a demanda agregada. A contribuição das exportações para o PIB apresentou uma tendência crescente até 2004, impulsionada pela

depreciação da taxa de câmbio e pela elevação dos preços das *commodities* exportadas pela economia brasileira. A partir de 2005, essa tendência foi revertida e a contribuição das exportações para o PIB apresentou um sensível declínio. Para as importações, sua participação para o PIB apresentou um aumento entre os anos 2000 e 2001. Entre 2003 e até 2009, o peso das importações em relação ao PIB se manteve em uma trajetória baixa e estável, em parte explicada pela tendência de apreciação cambial que se verificou na economia brasileira. A partir de 2010, o que se percebe é uma tendência de leve aumento explicada, essencialmente, pelo dinamismo interno da economia brasileira.

De maneira geral, ainda que não tenha sido o componente da demanda agregada que mais contribuiu para o PIB, a participação do setor externo, via balança comercial, para o crescimento econômico apresentou uma trajetória crescente que se refletiu no aumento da corrente de comércio. Além disso, o aumento da importância dos produtos primários na pauta de exportação brasileira, bem como sua relevância na pauta de importações, contribuiu para compreender como os preços externos passaram a impactar, significativamente, o nível de preços internos. Nessa configuração, a taxa de câmbio e os preços internacionais se tornaram variáveis cruciais para explicar o processo inflacionário brasileiro, principalmente a partir dos anos 2000.

A taxa de câmbio e os preços externos – variáveis da componente autônoma – se mostraram elementos importantes para explicar o comportamento da inflação brasileira, entre 1999 e 2013. O preço das *commodities* seguiu uma trajetória de elevação, ao longo do período analisado, marcada por alguns momentos de moderada retração. Principalmente entre 2005 e 2008, a alta nos preços internacionais de *commodities* pressionou para cima a inflação das economias desenvolvidas e em desenvolvimento, evidenciando que esse efeito não foi um caso isolado do Brasil. Assim sendo, foi possível perceber que, pela via dos preços internacionais, a economia brasileira importou inflação do resto do mundo.

A taxa de câmbio apresentou comportamentos distintos, entre 1999 e 2013, ora atuando no sentido de reforçar, ora de amenizar a tendência de repasse da elevação dos preços externos para o nível de preços interno. Até 2003, a taxa de câmbio reforçou a pressão inflacionária exercida pelos preços externos e as duas variáveis atuaram conjuntamente pressionando a inflação para cima. Todavia, a partir de 2004, a taxa de câmbio apresentou uma tendência de apreciação, verificada até 2008, que contribuiu, sobremaneira, para filtrar os efeitos da elevação dos preços das *commodities* sobre a dinâmica da inflação doméstica. No

ano de 2009, em decorrência do desaquecimento da economia mundial provocado pela crise do *subprime*, verificou-se uma queda nos preços internacionais, ao mesmo tempo em que houve uma depreciação da taxa de câmbio. Em 2010, os preços externos voltam a subir e a taxa de câmbio apresentou uma sensível apreciação que, no entanto, não foi suficiente para filtrar os efeitos da elevação dos preços internacionais sobre os preços domésticos. A partir de 2011, ainda que tenham se mantido em patamares elevados, os preços internacionais apresentaram uma tendência de queda que foi acompanhada pela depreciação cambial. A mudança na taxa de câmbio contribuiu para pressionar a inflação doméstica, embora o IPCA tenha se mantido em níveis mais baixos que nos anos anteriores. Assim sendo, pela via da componente autônoma, foi possível observar que a inflação importada, aparentemente, exerceu influência sobre os movimentos do nível de preços.

A última componente – componente de realimentação, que inclui as expectativas de inflação a volatilidade cambial e a inércia inflacionária – também foi relevante para a compreensão da dinâmica do IPCA, entre 1999 e 2013. De maneira geral, as expectativas do mercado acompanharam, ainda que com alguma defasagem, a inflação efetiva. Entretanto, ao longo dos anos, influenciadas pelos acontecimentos na conjuntura econômica mundial e também nas condições da economia nacional, as expectativas oscilaram, consideravelmente, subestimando ou superestimando o movimento de preços.

Como foi sugerido ao longo da análise, a hipótese subjacente à tese, no que se refere à influência das expectativas sobre a inflação, é que a ampliação do grau de abertura financeira contribuiu para tornar a taxa câmbio uma variável mais volátil, o que produz incerteza no mercado de câmbio. Essa incerteza, por sua vez, é transmitida para a inflação por meio das expectativas dos agentes. Para o período 2002-03, a análise dos dados parece indicar uma confirmação da hipótese de que a volatilidade da taxa de câmbio é um dos fatores explicativos da expectativa de inflação, como indicado na equação 31. Em momentos de elevada volatilidade da taxa de câmbio, como, por exemplo, no período entre janeiro de 2001 e janeiro de 2002, verificou-se uma deterioração nas expectativas. A partir de 2004, as expectativas de inflação passaram a se mover com mais frequência e intensidade do que a volatilidade cambial, sugerindo que, entre 2004 e 2013, houve uma redução no peso dessa variável e, portanto, os demais fatores tiveram uma contribuição maior para explicar a dinâmica das expectativas inflacionárias.

Por fim, o componente inercial apresentou um peso considerável para explicar a evolução do IPCA, tendo em vista que uma parcela significativa dos bens e serviços que entram na cesta de consumo que compõem o seu cálculo se encontra, ainda que parcialmente, atrelada a índices que refletem a inflação passada. Foi possível perceber que a inércia, embora tenha apresentado um comportamento volátil ao longo dos anos, constituiu-se em uma variável importante para explicar o IPCA, principalmente nos períodos em que há uma deterioração das expectativas. Em todo o período, a exceção dos anos de 2009 e 2010, o peso da inércia inflacionária foi um fator importante para a compreensão dos movimentos da inflação.

CAPÍTULO V

5. ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO DE INFLAÇÃO

5.1 INTRODUÇÃO

Esse capítulo tem por objetivo estimar uma equação de inflação, a partir da adaptação do modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970) – vide equação 31 – no qual foram inseridas variáveis que permitem captar a influência do setor externo sobre a dinâmica da inflação doméstica. A equação foi estimada através do modelo de Vetores Auto Regressivos Estruturais (SVAR) e do modelo Auto Regressivo de Defasagem Distribuída (ARDL). Antes de apresentar e analisar os resultados da estimação, considerou-se necessário proceder uma revisão do estado da literatura que trata da relação entre inflação doméstica e fatores externos.

5.2 REVISÃO DE LITERATURA

A relação entre inflação e setor externo se constitui em um tema amplamente discutido na literatura econômica. Nos últimos anos, tem crescido o volume de estudos que procuram analisar os impactos da globalização e dos fatores externos sobre a dinâmica dos preços domésticos. Como foi sugerido ao longo da tese, a mudança de institucionalidade – traduzida na ampliação do grau de abertura comercial e financeira – tornou a dinâmica dos preços e processos inflacionários mais dependente dos fatores externos, tanto nos países desenvolvidos quanto nos países em desenvolvimento.

5.2.1. Evidências Gerais

FMI (2006) investiga como a globalização afetou a inflação, nos últimos 15 anos, em países industrializados selecionados, quais sejam: Austrália, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. O trabalho parte da premissa de que há um consenso

generalizado acerca da aceleração do processo de globalização, a partir dos anos 1990, com importância crescente das economias emergentes no mercado mundial. Busca-se, desse modo, identificar como a abertura comercial e financeira – que são correlacionadas – afetou a inflação, discutindo se a globalização, e o conseqüente aumento dos fluxos de comércio, contribuíram para reduzir a sensibilidade dos preços em relação a fatores domésticos.

Para responder a essa questão com mais detalhes, foi estimado um modelo de inflação, que se constitui em uma extensão da curva de Phillips, com dados para o período 1960–2004, através da metodologia de *Seemingly Unrelated Regressions (SUR)*, proposta por Zellnerin (1962). Para cada economia foi construída uma equação, na qual o nível de preços depende dos seguintes fatores: da sua própria defasagem, do hiato do produto doméstico, do grau de abertura econômica e da credibilidade da política monetária. A versão básica do modelo também contém as variações do preço do petróleo, já que representam alterações significativas de preços relativos com impacto amplo sobre o nível de preços. Por fim, para analisar os impactos das mudanças nos preços de importações sobre a inflação, em uma das especificações do modelo, foi incluída a variável preço de importações.

A análise econométrica sugere que a sensibilidade da inflação a condições domésticas vem caindo ao longo dos anos. *“Trade openness appears to be the key factor behind the reduced sensitivity of prices to output”* (FMI, 2006, p.106). De forma geral, a análise sugere ainda que *“openness contributed over half of the decline in the sensitivity of prices to domestic output, while improved monetary policy credibility and the low inflation environment account for the remainder”* (ibid, p. 108)⁵⁵. Desse modo, a globalização contribuiu para a redução da sensibilidade da inflação aos fatores domésticos, ao mesmo tempo em que teve um efeito significativo sobre preços relativos das economias industriais.

Quanto aos impactos dos preços de importações sobre a dinâmica dos preços domésticos, os resultados apontam que a grande queda nos preços reais de importação, entre 1997 e 2005, tem contribuído de forma importante para a evolução da inflação, no curto prazo. Além disso, os recentes aumentos nos preços das *commodities*, que têm sido associados à crescente integração das principais economias emergentes ao comércio mundial, e a possibilidade de esses preços continuarem se elevando é apontada como um fator que *“adds to these upside risks from the external sector”* (FMI, 2006, p. 124).

⁵⁵ Loungani, Razin, e Yuen (2001) examinaram o impacto da integração financeira sobre a sensibilidade da inflação doméstica e chegaram a um resultado similar.

Nesse mesmo estudo (FMI, 2006, p. 102-104), é feita uma análise de como a globalização contribuiu para o declínio da inflação nas economias emergentes. Estimou-se um modelo econométrico que associa a probabilidade de bom desempenho de inflação – definido como inflação anual abaixo dos 10% – com fatores como a queda da inflação externa e as mudanças na política monetária nos países emergentes. A especificação do modelo inclui a abertura comercial, a inflação em economias avançadas, o grau de complexidade do setor financeiro doméstico, o balanço fiscal, uma medida de credibilidade da política monetária e do regime de taxa de câmbio. Os resultados evidenciam a importância do setor externo, embora em uma direção oposta à sugerida nesta tese: sugerem que economias mais abertas tendem a experimentar taxas de inflação mais baixas, mesmo depois de se considerar os outros determinantes do nível de preços.

Yakova (2007) investiga a hipótese de que, em muitos países industrializados, durante a última década, a inflação tornou-se menos sensível às pressões da demanda doméstica, o que pode representar uma mudança estrutural provocada pelas forças da globalização. Assim sendo, o estudo lança luz sobre as implicações de política monetária decorrentes de uma mudança estrutural caracterizada pela redução da capacidade de resposta da inflação para pressões da demanda interna, devido à globalização. É, então, estimado um pequeno modelo macroeconômico para a economia do Reino Unido, utilizando uma abordagem bayesiana, com dados trimestrais ao longo do período 1993-2005. Os resultados apontam para um achatamento da Curva de Phillips provocado pelo aumento da importância do setor externo para a explicação dos preços domésticos⁵⁶.

Ihrig et al (2007) avaliam a hipótese de que a globalização atuou no sentido de aumentar o papel dos fatores internacionais e diminuir o papel dos fatores internos no processo de inflação nas economias dos países industrializados. Mais especificamente, foram utilizadas equações da curva de Phillips, estimadas ao longo do período 1977-2005, para as seguintes economias: Estados Unidos, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido. Os autores buscaram avaliar se: i) a maior utilização dos recursos externos está afetando a inflação doméstica; ii) pela mesma razão, se a inflação doméstica está se tornando menos sensível à utilização de recursos internos,

⁵⁶ De acordo com Bean (2006), essa situação, que tem sido atribuída, em parte, à globalização, pode ser observada também em outros países industrializados.

refletindo a maior abertura econômica e iii) se a inflação doméstica está se tornando cada vez mais sensível aos preços de importação.

Para os autores, dentre as áreas onde a globalização vem exercendo influência crescente, a mais relevante é o comportamento da inflação. A premissa de que a globalização está afetando a dinâmica do processo de inflação baseia-se na visão de que, com os mercados nacionais cada vez mais integrados, preços de bens, serviços, trabalho e capital cada vez mais podem ser arbitrados através das fronteiras nacionais. Em consequência, ao invés de ser definido exclusivamente pelas condições de oferta e demanda domésticas, os preços dos produtos e fatores de produção são agora influenciados pelas condições de oferta e demanda nos mercados globais.

Diante disso, o estudo se propõe a verificar se a globalização alterou os parâmetros do processo de inflação, de modo que a inflação doméstica é agora mais sensível a fatores externos e menos sensível a eventos nacionais. Os autores se propõem, portanto, a fazer uma avaliação dos principais canais através dos quais a globalização pode ter mudado a dinâmica da formação dos preços domésticos.

Os resultados das estimações não forneceram apoio significativo para a ideia de que a globalização aumentou o papel do hiato do produto estrangeiro na determinação da inflação doméstica. Entretanto, como argumentam os autores, isso não quer dizer, necessariamente, que a globalização não pode ter aumentado o papel de fatores externos, diminuindo o papel dos fatores domésticos através de outros canais. Quanto à hipótese de a inflação doméstica estar mais sensível ao preço das importações, as evidências encontradas também são fracas. A explicação apontada para esse resultado é que, no período 1991-2005, o fato de a inflação das economias industrializadas ter se tornado menos variável e sujeita a um número menor de grandes choques, pode ter tornado mais difícil de identificar, econometricamente, os efeitos dos preços de importação.

Com propósito semelhante ao dos estudos anteriores, Borio e Filardo (2006) estimam modelos de curva de Phillips para 16 países da OCDE (mais a área do euro), no período de 1985-2005. Tanto nas equações para cada país como na série de dados em painel para os países, os autores encontram que o efeito da média ponderada dos fatores externos sobre a inflação é positivo, significativo e crescente ao longo dos anos, de forma geral, excedendo o efeito do hiato do produto no mercado interno. Os resultados continuam robustos quando se incluem

variáveis explicativas adicionais como, por exemplo, preços de importação e custos unitários do trabalho.

Na mesma linha, Mody e Ohnsorge (2006) fornecem evidências empíricas para redução da sensibilidade da inflação aos condicionantes domésticos, provocada pela globalização. Através da análise da relação entre a procura interna, representada pelo crescimento do hiato do produto e pelo custo unitário do trabalho, e a inflação, nos países da União Europeia, entre 2002 e 2005, os autores apontam uma perda relativa de sensibilidade da inflação aos fatores domésticos. Para os autores, “*greater trade openness of the economy weakens the link between domestic demand and country-specific price setting*” (MODY; OHNSORGE, 2006, p. 6). Wynne e Kersting (2007), analisando a correlação do hiato de produto estrangeiro com a inflação nos Estados Unidos, também encontram algum apoio empírico para a hipótese de impactos positivos da utilização dos recursos externos sobre os preços domésticos.

Ainda que haja autores como, por exemplo, Ball (2006) e Woodford (2007) que não encontraram evidências para a hipótese de que a globalização reduziu a importância dos fatores domésticos sobre a inflação, tornando-a mais sensível ao movimento dos fatores externos, diante do que foi apresentado nessa subseção, é possível sugerir que há um certo *consenso* de que, em muitas economias industrializadas, a capacidade de resposta da inflação aos fatores domésticos diminuiu tornando a Curva de Phillips mais achatada, ao longo dos anos. Embora os estudos aqui apresentados sigam a mesma linha da hipótese básica da tese – a abertura/globalização alterou a formação e comportamento da inflação –, eles o fazem, em geral, na direção oposta ao que está sendo sugerido, na medida em que apontam que a abertura/globalização tornou os países menos inflacionários.

5.2.2. Evidências para a Economia Brasileira

Como foi visto, existe uma gama de trabalhos que identifica, ainda que em graus e direções diferentes, a importância do setor externo na dinâmica dos preços domésticos. Para a economia brasileira, Araújo e Modenesi (2010b) fornecem um amplo conjunto de evidências de que o setor externo desempenha papel crucial na evolução do IPCA. Os autores fazem uma análise, do ponto de vista macroeconômico, da formação de preços na economia brasileira entre 1999 e 2010, através da estimação de modelos de vetores auto regressivos estruturais (SVAR),

nos quais a inflação depende: da demanda agregada (produção industrial), das condições de oferta (índice de preço de *commodities*) e da taxa de câmbio.

Os resultados encontrados no estudo reforçam um fato estilizado para a economia brasileira pós Plano Real: a importância do setor externo, principalmente da taxa de câmbio, na determinação de preços. Através da decomposição da variância da inflação, o estudo mostra que a maior parte (85% ao final de 12 meses) é explicada pela própria variância, evidenciando a importância da inércia na explicação do processo inflacionário brasileiro. Por sua vez, os condicionantes externos explicam 15% da variância da inflação, contra 1% dos fatores domésticos, evidenciando que a evolução do IPCA é mais sensível aos fatores externos que aos domésticos. Assim sendo, os autores concluem que o câmbio é uma variável relevante na determinação do IPCA, muito embora a inércia apareça como fator de maior peso na sua determinação.

Holland e Mori (2010) analisam os efeitos dos fatores externos na dinâmica da inflação brasileira, entre 1999 a 2008, para testar a hipótese de que a dinâmica da inflação brasileira, observada na Curva de Phillips⁵⁷, apresenta mudanças importantes quando controlada por fatores globais. Assim sendo, os autores buscam discutir e testar a hipótese de que fatores globais têm alterado os parâmetros do processo inflacionário doméstico, tornando a Curva de Phillips brasileira mais achatada, isto é, menos sensível ao desemprego e ao hiato do produto e, conseqüentemente, às condições domésticas.

Utilizando dados mensais, foram estimadas algumas especificações da Curva de Phillips para a economia brasileira, por diferentes métodos econométricos: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Métodos Generalizados dos Momentos (MGM), Mínimos Quadrados Ordinários Completamente Modificados (FMMQO) e estimação da equação de Phillips por 2 estágios. No que concerne as variáveis que procuram captar os efeitos globais, foram utilizados os seguintes dados: índices de preços internacionais, valor das importações mundiais, índice de preço das importações mundiais (excluindo petróleo), índice de preço das importações brasileiras, índice de produção industrial dos EUA, da OCDE e da Zona no Euro.

Os resultados foram amplamente robustos e a favor da hipótese de que a globalização tem afetado o processo inflacionário doméstico. O coeficiente do hiato de produto doméstico apresentou redução de aproximadamente 30%, em algumas estimações, quando as estimações

⁵⁷ Summa (2011) e Sachsida (2013) apresentam uma revisão de literatura das estimativas da Curva de Phillips para o Brasil.

foram controladas pelo hiato de produto estrangeiro (por *proxies* dos fatores globais – hiato do produto estrangeiro e preço das importações). O hiato do produto estrangeiro e o preço das importações mostraram-se estatisticamente significativos nas diversas equações estimadas. Além disso, são oferecidas evidências empíricas relevantes para o preponderante papel desempenhado pelo desalinhamento cambial sobre o processo inflacionário brasileiro. Dessa forma, o trabalho reforça a hipótese de que a inflação brasileira está mais sensível a fatores externos e os fatores domésticos vem, ao longo dos anos, perdendo importância relativa na explicação da dinâmica dos preços internos.

Summa e Braga (2014) modelam a dinâmica da inflação brasileira desagregada, sob a perspectiva de inflação de custos, levando em consideração a interdependência nas cadeias produtivas que se reflete no IPCA agregado. Os autores utilizaram a desagregação proposta pelo BCB (2010), qual seja: preços monitorados e livres (industrializados, alimentos e bebidas e serviços). As formas reduzidas das equações desagregadas foram estimadas com dados mensais para o período de agosto de 1999 a dezembro de 2012, através dos seguintes métodos: GARCH/GARCH-M e ARMAX. O impacto da inflação importada é medido em reais, multiplicando-se a variação da taxa de câmbio nominal pela inflação externa em US\$ (variação dos preços das importações e exportações em US\$ da Funcex e os preços das *commodities* do FMI).

Embora não tenham como foco principal analisar as relações existentes entre os fatores externos e a inflação doméstica, Summa e Braga (2014) apresentam resultados e conclusões importantes. Para os preços monitorados, a inércia inflacionária e inflação importada apresentam coeficientes estatisticamente significativos. Também para a inflação no grupo de alimentos, industrializados e serviços, a inércia e inflação importada são estatisticamente significativas. De maneira geral, os resultados corroboram conclusões para a inflação desagregada presentes na literatura, uma vez que: i) é difícil associar as pressões de demanda com a inflação e ii) a taxa de câmbio e a inflação importada em US\$, em conjunto, afetam todos os itens desagregados da inflação, tendo em vista que afetam os preços dos bens comercializáveis, dos não transacionáveis (incluindo serviços) e dos monitorados, que, por sua vez, são extremamente importantes para explicar a dinâmica inflacionária brasileira.

IPEA (2013), ao estimar a inflação para os preços monitorados, encontra a relevância da taxa de câmbio, da inflação de *commodities* e da inércia para a explicação do seu comportamento. Os resultados encontrados em estudo feito pelo Banco Central do Brasil (BCB

(2006)) também apontam para a relevância da taxa de câmbio e da inflação importada para a explicação dos preços monitorados. Por sua vez, BCB (2010), através de estimativas desagregadas para a inflação dos bens comercializáveis e não comercializáveis, encontra que ambas as categorias recebem influência da taxa de câmbio, embora só para o primeiro grupo a inércia seja significativa.

Martinez e Cerqueira (2011) discutem os determinantes e decomposição da inflação brasileira, de 2000 a 2009, a partir da construção de 22 séries desagregadas, com dados mensais, que fazem uma combinação de bens comercializáveis/não comercializáveis com os nove grupos do IPCA estabelecidos pelo IBGE. Os resultados são apresentados com base em um modelo econométrico, baseado no método da função de transferência, e apontam para a importância dos fatores externos na determinação dos preços domésticos.

Martinez e Braga (2012) discutem fatos estilizados sobre a inflação brasileira, nos últimos anos, e sugerem que, na última década, os dois determinantes principais da inflação foram a taxa de câmbio e os preços em dólares de algumas *commodities*. Os autores argumentam que a taxa de câmbio é uma variável estruturante da inflação brasileira e seu papel é tão importante que sempre é levada em consideração em qualquer trabalho teórico ou empírico que se propõe a analisar a inflação brasileira, independente da linha teórica.

Schwartzman (2006) faz estimativas de uma Curva de Phillips reduzida para os preços comercializáveis, não comercializáveis e monitorados. Os resultados mostram que a taxa de câmbio tem impacto direto nos bens comercializáveis. Tombini e Alves (2006) estimam uma Curva de Phillips híbrida para a economia brasileira, no período compreendido entre 1999 e 2006, e chegam a conclusão de que os preços livres respondem à inflação passada, à inflação esperada e ao repasse cambial. Existe uma vasta literatura que trata sobre o repasse de variações na taxa de câmbio para a inflação doméstica. Pimentel, Modenesi e Luporini (2013) apresentam um *survey* da literatura empírica sobre repasse cambial para a inflação, além de discutirem se a direção das variações da taxa de câmbio (apreciações ou depreciações) têm diferentes impactos sobre os preços, isto é, se o repasse cambial para o IPCA é assimétrico. Os resultados encontrados pelos autores apresentam evidências de que o repasse cambial é menor após uma apreciação do que após depreciações e que existe uma relação de cointegração entre os preços ao consumidor e depreciações da taxa de câmbio que, por sua vez, não se verifica entre os preços ao consumidor e apreciações.

Braga (2013) investiga o processo inflacionário recente da economia brasileira entre 2000 e 2010. O estudo foi realizado para a inflação cheia e também para desagregações entre preços (ao consumidor) monitorados pelo governo e livres, estes últimos subdivididos em bens de consumo e serviços. Como instrumento de análise, foram utilizadas ferramentas econométricas de séries temporais. Os resultados obtidos com as estimativas apontam que a inflação ao consumidor agregada, na década de 2000, foi marcada, essencialmente, por duas influências, quais sejam: a variação cambial e a evolução dos preços das commodities. Estas são as variáveis indicadas como sendo as mais importantes na explicação da inflação, permanecendo extremamente significativas mesmo diante de alterações na forma funcional ou no número de defasagens do modelo.

Como pôde ser visto, a literatura que trata dos determinantes da inflação brasileira é ampla e apresenta uma diversidade de métodos e resultados. Todavia, assim como para os países industrializados, para a economia brasileira, é possível sugerir que há um certo *consenso* sobre a importância dos fatores externos para a explicação do processo inflacionário brasileiro, principalmente após as mudanças macroeconômicas e institucionais ocorridas ao longo dos anos 1990 e 2000.

5.3 ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO DE INFLAÇÃO

5.3.1. Modelo Teórico

O modelo teórico que embasou a estimação foi explicitado na seção 4.2. Partindo-se do modelo de Simonsen (1970), foi construída uma equação de inflação que incorpora as variáveis do setor externo que foram indicadas, pelas teorias analisadas no capítulo II, como sendo relevantes para que se possa compreender a dinâmica dos preços da economia brasileira. O quadro 11 resume as variáveis utilizadas no modelo.

Quadro 11 – Resumo das variáveis do modelo teórico

INFLAÇÃO	DEMANDA	REALIMENTAÇÃO	AUTÔNOMO
Índice do IPCA	Saldo da Balança Comercial	Inércia	Preços Externos
		Expectativas de Inflação = f (volatilidade cambial)	Taxa de Câmbio

Fonte: Elaboração Própria

Como foi ressaltado, entende-se que a inflação não é afetada apenas pelas variáveis indicadas, sendo explicada também por outras variáveis de demanda, de realimentação e autônomas. O saldo da balança comercial não é exatamente um indicador de demanda agregada, mas apenas um canal pelo qual a abertura comercial e financeira pode afetar a demanda agregada do país⁵⁸. No que se refere às expectativas de inflação, como indicado ao longo do texto, espera-se que sejam afetadas pela volatilidade da taxa de câmbio que, por sua vez, fora intensificada pela ampliação do grau de abertura financeira. Assim sendo, assumiu-se a hipótese de que as expectativas são uma função da volatilidade da taxa de câmbio. Por fim, no que concerne à inércia inflacionária, a análise foi feita a partir da análise da decomposição da variância do IPCA, tendo em vista que, de acordo com Modenesi e Araújo (2010b, p. 12) a parcela da variância da inflação que é explicada por sua própria variância pode ser “*interpretada como uma medida de inércia inflacionária*”⁵⁹.

5.3.2. Base de Dados

As séries utilizadas nas estimações são de periodicidade mensal e compreendem o período entre janeiro de 2001 e dezembro de 2013⁶⁰, portanto, totalizando 156 observações. Dessa forma, trata-se de uma amostra que pode ser considerada grande, o que confere, de acordo com Greene (2003, Cap. 9), confiabilidade aos resultados. O quadro 12 detalha a base de dados da estimação.

⁵⁸ Reconhece-se, aqui, que: i) a inflação de demanda não está relacionada, unicamente, com o saldo da balança comercial e ii) o saldo da balança comercial não é o único indicador da demanda agregada. Entretanto, foi utilizado apenas como indicador de um canal através qual a abertura comercial e financeira pode afetar a demanda agregada do país e, conseqüentemente, a inflação. Como as exportações tem um peso pequeno na demanda agregada (Freitas e Dweck, 2013), espera-se que o impacto do saldo da balança comercial sobre a inflação seja pequeno.

⁵⁹ Fuhrer (2009) examina o conceito de persistência inflacionária na teoria macroeconômica, indicando algumas medidas empíricas para mensurar a inércia.

⁶⁰ A figura 3 do anexo ilustra, graficamente, o comportamento das séries utilizadas, ao longo do período.

Quadro 12 – Detalhamento dos dados utilizados no modelo

Variável	Descrição	Fonte
Inflação (INFL)	Índice de Preços ao Consumidor Amplo – variação percentual mensal	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)
Balança Comercial (BC)	Saldo mensal da balança comercial em US\$	Banco Central do Brasil (BCB)
Expectativas (EXPEC)	Expectativas no mês para a inflação mensal – média dos relatórios semanais Focus	Relatório <i>Focus</i> - Banco Central do Brasil (BCB)
Preços externos (PEXT)	Índice de <i>commodities</i> em US\$	Fundo Monetário Internacional (FMI)
Taxa de Câmbio (CAMBIO)	Média mensal da taxa PTAX – R\$/US\$	Banco Central do Brasil (BCB)
Volatilidade da Taxa de Câmbio (VOL)	Variância mensal da taxa de câmbio PTAX	Elaboração Própria
Inércia (INE)	A inércia foi analisada a partir da decomposição da variância da série do IPCA.	Elaboração Própria.

Fonte: Elaboração Própria.

As séries de inflação e expectativas de inflação apresentaram elevado grau de correlação. Como os testes de causalidade de Granger indicaram que expectativas de inflação e volatilidade cambial apresentam relações causais entre si, assumiu-se a hipótese de que as expectativas são uma função da volatilidade da taxa de câmbio. É válido salientar ainda que foram utilizados os dados originais, isto é, sem que os mesmos fossem logaritimizados. O período de análise tem início em 2001, pois é a partir desse ano que as informações sobre as expectativas de inflação estão disponíveis.

As equações dos modelos estimados foram as seguintes:

a) Modelo ARDL – jan/2001 a dez/2013:

$$INFL_t = \beta_0 + \beta_1 INFL_{t-1} + \beta_2 DPEX_{t-1} + \beta_3 DPEX_{t-3} + \beta_4 DCAMBIO_{t-2} + \beta_5 DCAMBIO_{t-3} + \beta_6 VOL_{t-2} + \beta_7 VOL_{t-4} + e_t \quad (32)$$

b) Modelo ARDL – Período 1: jan/2001 a dez/2004:

$$INFL_t = \beta_0 + \beta_1 INFL_{t-1} + \beta_2 DCAMBIO_{t-2} + \beta_3 VOL_{t-2} + \beta_4 VOL_{t-4} + e_t \quad (33)$$

c) Modelo ARDL – Período 1: jan/2005 a dez/2013:

$$INFL_t = \beta_0 + \beta_1 INFL_{t-1} + \beta_2 DPEX_{t-1} + \beta_3 DCAMBIO_{t-4} + \beta_4 VOL_{t-1} + e_t \quad (34)$$

d) Modelo VAR(4) das variáveis $Y_t = (PTEX, DCAMBIO, VOL, BC, INFL)'$

$$\begin{bmatrix} a_{11} & \dots & a_{15} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{51} & \dots & a_{55} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1,t} \\ \vdots \\ y_{5,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} v_{01} \\ \vdots \\ v_{05} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} b_{11}^1 & \dots & b_{15}^1 \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{51}^1 & \dots & b_{55}^1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1,t-1} \\ \vdots \\ y_{5,t-1} \end{bmatrix} + \dots + \begin{bmatrix} b_{11}^p & \dots & b_{15}^p \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{51}^p & \dots & b_{55}^p \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1,t-p} \\ \vdots \\ y_{5,t-p} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} b_{11} & \dots & b_{15} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{51} & \dots & b_{55} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{1,t} \\ \vdots \\ u_{5,t} \end{bmatrix} \\ \Rightarrow AY_t = v_0 + B_1 Y_{t-1} + \dots + B_p Y_{t-p} + Bu_t \quad (35)$$

Por fim, para fazer as estimações foram utilizados os seguintes *softwares*: R, *Eviews 7* e *OxMetrics 6*. Os testes de raiz unitária e cointegração foram feitos no R, o modelo SVAR foi estimado no *Eviews 7* e o modelo ARDL foi estimado no *OxMetrics 6*.

5.3.2.1 Testes de Raiz Unitária

Foram realizados três testes de raiz unitária: o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), o teste de Zivot e Andrews (1992), e o teste de Lee e Strazicich (2003). O teste ADF é o teste padrão amplamente utilizado para testar a estacionariedade das séries, entretanto sob a presença de quebras estruturais o teste dificilmente rejeita a hipótese nula de existência de raiz unitária. O teste de Zivot e Andrews identifica uma potencial quebra estrutural selecionando, endogenamente, o período da quebra onde a estatística de teste é menor e, conseqüentemente, a evidência é menos favorável à hipótese nula de presença de raiz unitária sem quebra estrutural. Por fim, o teste de Lee Strazicich realiza um procedimento semelhante ao teste de Zivot e Andrews, porém comporta quebra estrutural na hipótese nula e a possibilidade de existência de duas quebras estruturais na série. A tabela 10 apresenta as hipóteses para os testes de raiz unitária e a tabela 11 traz os resultados dos testes para as séries utilizadas.

Tabela 10 – Hipóteses dos testes de raiz unitária

TESTE	H ₀	H ₁
ADF _τ	Random Walk (RW)	Estacionária
ADF _{τμ}	RW com drift	Estacionária
ADF _{ττ}	RW com tendência	Estacionária
Zivot e Andrews (A)	RW com deslocamento (sem quebra)	Estacionária, tendência, com uma quebra no intercepto
Zivot e Andrews (B)	RW com deslocamento (sem quebra)	Estacionária, tendência com uma quebra na inclinação
Zivot e Andrews (C)	RW com deslocamento (sem quebra)	Estacionária, tendência com uma quebra no intercepto e na inclinação
Lee-Strazicich (A)	RW com quebra no nível	Estacionária com quebra no nível
Lee-Strazicich (C)	RW com quebra no nível e na tendência	Estacionária com quebra no nível e na tendência

Fonte: Elaboração Própria.

Tabela 11 – Resultados dos testes de raiz unitária

Teste	ipca	infl	bc	pext	cambio	Expec	vol
ADF-tau	4.35	-2.77***	-1.40	0.78	-0.37	-1.91*	-3.97***
ADF-tau um	0.41	-5.07***	-3.18**	-1.70	-1.74	-4.60***	-4.45***
ADF-tau[tau]	-1.61	-5.25***	-3.25*	-2.95	-2.28	-4.79***	-6.39***
Zivot-Andrews (A)	-3.33	-6.23***	-4.21	-3.72	-3.63	-5.417**	-7.26***
	mar 2006	mar 2003	fev 2004	mai 2002	mar 2005	abr 2005	abr 2003
Zivot-Andrews (B)	-2.97	-5.75***	-4.87**	-3.46	-3.58	-5.28***	-6.64***
	jun 2010	mai 2006	jun 2005	set 2002	dez 2010	set 2006	dez 2004
Zivot-Andrews (C)	-2.96	-7.13***	-4.95*	-4.04	-3.55	-6.47***	-9.30***
	fev 2010	jan 2003	dez 2006	mar 2005	jun 2010	fev 2003	out 2002
Lee-Strazicich (A) (1 quebra)	-1.89	-5.06***	-3.60*	-2.92	-1.85	-6.21***	-5.44***
	jun 2003 (0.54)	mai 2005 (0.04)	dez 2008 (0.01)	jan 2003 (0.00)	jan 2003 (0.00)	mai 2004 (0.55)	mai 2005 (0.05)
Lee-Strazicich (C) (1 quebra)	-2.86	-6.63***	-6.15***	-3.67	-3.01	-11.96***	-6.30***
	dez 2006 (0.94)	mar 2003 (0.91)	abr 2007 (0.27)	mar 2005 (0.02)	mar 2005 (0.24)	jan 2003 (0.00)	abr 2005 (0.83)
	dez 2006 (0.14)	mar 2003 (0.00)	abr 2007 (0.00)	mar 2005 (0.00)	mar 2005 (0.00)	jan 2003 (0.56)	abr 2005 (0.00)
Lee-Strazicich (A) (2 quebras)	-2.09	-5.34***	-4.16**	-3.18	-1.93	-9.85***	-5.75***
	jun 2003 (0.51)	dez 2002 (0.02)	dez 2007 (0.04)	jan 2003 (0.00)	jan 2003 (0.00)	mai 2004 (0.44)	nov 2002 (0.05)
	jun 2005 (0.55)	mai 2005 (0.03)	dez 2009 (0.08)	jun 2012 (0.00)	mar 2007 (0.07)	mar 2009 (0.70)	mai 2005 (0.04)
	-4.54	-6.68***	-9.30***	-4.86	-4.48	-11.91***	-7.03***
Lee-Strazicich (C) (2 quebras)	jun 2003 (0.28)	fev 2003 (0.81)	mar 2006 (0.42)	jan 2003 (0.00)	mar 2003 (0.00)	jan 2003 (0.01)	jul 2003 (0.07)
	jun 2003 (0.94)	fev 2003 (0.00)	mar 2006 (0.08)	jan 2003 (0.16)	mar 2003 (0.00)	jan 2003 (0.73)	jul 2003 (0.79)
	nov 2009 (0.35)	mai 2008 (0.64)	nov 2010 (0.00)	out 2010 (0.14)	jul 2007 (0.10)	jul 2009 (0.75)	abr 2005 (0.71)
	nov 2009 (0.00)	mai 2008 (0.04)	nov 2010 (0.00)	out 2010 (0.00)	jul 2007 (0.33)	jul 2009 (0.85)	abr 2005 (0.00)

Fonte: Elaboração Própria.

Notas: Número de defasagens selecionado pelo critério de Schwarz;

p-valores das *dummies* de quebra, nível ou tendência, entre parênteses;

(*), (**), e (***) indicam rejeição de H_0 a 10% (*), 5% (**) e 1%, respectivamente. Valores críticos em Zivot e Andrews (1992), Lee e Strazicich (2003).

De acordo com os resultados dos testes, passou-se a considerar as variáveis INFL, BC, EXPEC e VOL como estacionárias em $I(0)$. Quando as séries são não-estacionárias, é necessário diferenciá-las quantas vezes forem necessárias até que se obtenham séries estacionárias, encontrando, desse modo, sua ordem de integração. Assim sendo, as variáveis IPCA, PEXT e CAMBIO foram consideradas como estacionárias em $I(1)$, tendo em vista que os testes de raiz unitária da primeira diferença das séries DIPCA, DPEXT e DCAMBIO indicaram estacionariedade.

5.3.2.2 Testes de Cointegração entre as variáveis $I(1)$

Dada a evidência dos testes realizados na seção anterior de que as séries PEXT, CAMBIO e IPCA possuem raiz unitária, é possível verificar se existe uma ou mais relações de cointegração entre elas. Em outras palavras, essas variáveis são não-estacionárias e, portanto, possuem uma tendência estocástica. Se essa tendência estocástica for comum entre elas, é possível que existam combinações lineares dessas variáveis que sejam $I(0)$. Neste caso, diz-se que as variáveis são cointegradas e que existe uma relação de equilíbrio de longo prazo entre elas (LUTKEPOHL, 2005). Assim sendo, foram realizados cinco testes de cointegração⁶¹.

O teste de Engle e Granger (1987) testa a hipótese nula de “não cointegração” através de duas etapas. A primeira etapa estima o vetor de cointegração através de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e, em seguida, é aplicado um teste ADF sobre os resíduos para testar a hipótese nula de que os resíduos possuem raiz unitária e, portanto, que as variáveis não cointegram. O teste de Gregory e Hansen (1996) é um procedimento em dois estágios, semelhante ao teste de Engle e Granger, que considera que possa ter ocorrido uma quebra estrutural no vetor de cointegração, isto é, que a relação linear entre as variáveis possa ter se alterado em um ponto desconhecido do período. A quebra estrutural é modelada através da utilização de variáveis *dummy* e, similarmente ao teste de raiz unitária de Zivot e Andrews (1992), a estatística do teste é computada para todos os períodos e o menor valor é selecionado. O teste de Engle-Granger foi realizado com as especificações com constante (EG-drift) e com constante e tendência (EG-trend) e os testes de Gregory-Hansen com quebra de nível (GH-C)

⁶¹ Os resultados dos testes de cointegração encontram-se no anexo.

com tendência determinística e quebra de nível (GH-C/T) e com tendência e quebra no nível e elasticidades (GH-C/S/T).

Dos testes realizados, apenas um indicou a existência de cointegração e a estimação do vetor de cointegração apresentou resultados não esperados, com sinal contrário para taxa de câmbio. Como os resultados não foram considerados totalmente conclusivos, considerou-se que não há cointegração entre as variáveis, tendo em vista que essa estratégia é mais conservadora e segura, pois: i) ela está correta se realmente não existir cointegração entre as variáveis e ii) caso exista cointegração, não há problema grave e o modelo com variáveis diferenciadas mantém consistência dos estimadores.

5.3.3. Metodologia

As técnicas econométricas são ferramentas utilizadas para desenvolver uma síntese verossímil dos fatos observados. Desta forma, é necessário, por vezes, verificar se técnicas econométricas alternativas resultam na mesma síntese dos fatos ou se fornecem resultados conflitantes. Caso os resultados sejam semelhantes, pode-se ter maior confiança de que a síntese obtida com as estimações seja verossímil.

A primeira técnica utilizada é a abordagem *general to specific (gets)* da *London School of Economics* (LSE) baseado nos trabalhos de Saragan e Hendry (HENDRY; PAGAN; SARAGAN, 1984 e HENDRY, 1987). A abordagem *gets* é essencialmente um método de estimação de equações dinâmicas estruturais. O desenvolvimento da abordagem veio da preocupação com o conflito entre a natureza de equilíbrio estático das teorias econômicas e os dados utilizados para testar e estimar essas proposições teóricas. *Gets* é uma estratégia altamente empírica, que requer procedimentos arbitrários de seleção a fim de se alcançar uma especificação final parcimoniosa.

A abordagem de vetores autorregressivos (VAR) segue o trabalho de Sims (1980). Sims argumenta que a classificação das variáveis em endógenas e exógenas é arbitrária e restritiva. Nos modelos VAR, todas as variáveis relevantes são tratadas como endógenas. Uma limitação desse modelo é o elevado número de parâmetros decorrentes.

Em ambas as abordagens, os procedimentos econométricos utilizados tentam lidar com os problemas decorrentes da presença de quebras estruturais nas séries temporais brasileiras.

Como foi apresentado na seção 4.3.1, em meados da década de 2000, principalmente a partir de 2004, foram implementadas mudanças nos setores de energia elétrica, telefonia e combustíveis que reduziram a indexação dos contratos ao IGP e podem ter diminuído, por essa via, o peso do setor externo para explicar o IPCA. Sendo assim, optou-se por estimar os modelos em dois períodos, supondo uma quebra estrutural em dezembro de 2004. Logo, as estimações foram feitas para o período completo (jan/2001 a dez/2013) e para dois subperíodos, quais sejam: jan/2001 a dez/2004 e jan/2005 a dez/2013. Os resultados das estimações para os dois subperíodos estão detalhados no anexo, enquanto que os da estimação para o período completo encontram-se detalhados nas próximas seções.

5.3.3.1 Modelo VAR

Em um modelo de vetores autorregressivos, $VAR(p)$, cada elemento do vetor $Y_t = (y_{1,t}, \dots, y_{K,t})'$ é explicado em função de suas próprias defasagens e das defasagens de todos os outros elementos de Y_t . Na forma estrutural, um modelo $VAR(p)$ pode ser descrito pela equação (20) onde a matriz A estabelece os coeficientes das relações contemporâneas entre as variáveis Y_t e u_t é o vetor de erros estruturais, ruído branco com matriz de variância-covariância $E(u_t, u_t') = \Sigma_u$ ⁶².

$$AY_t = v_0 + B_1Y_{t-1} + \dots + B_pY_{t-p} + Bu_t \quad (36)$$

Pré-multiplicando-se a forma estrutural (20) pela inversa da matriz A (A^{-1}), obtém-se o VAR em sua forma reduzida:

$$Y_t = c_0 + \Phi_1Y_{t-1} + \Phi_2Y_{t-2} + \dots + \Phi_pY_{t-p} + e_t \quad (37)$$

onde: $c_0 = A^{-1}v_0$; $\Phi_i = A^{-1}B_i$; $Ae_t = Bu_t$

A forma reduzida do VAR permite estimar consistentemente os parâmetros c_0 , Φ_i , e_t por mínimos quadrados ordinários (MQO). Entretanto, o interesse está em analisar como o vetor

⁶² Os erros estruturais são por definição não correlacionados de forma que a matriz Σ_u é diagonal. A imposição de diferentes restrições irá resultar em diferentes funções de impulso-resposta dependendo da magnitude da correlação entre os erros da forma reduzida e . Apenas se todas as correlações entre os erros forem zero as funções de impulso-resposta serão as mesmas independente das restrições impostas. Empiricamente, uma “regra de bolso” para saber se modificações nas restrições serão relevantes é verificar as correlações entre os erros da forma reduzida (ρ_{ij}) (ENDERS, (2008)).

Y_t responde aos choques estruturais u_t . Uma forma de recuperar as inovações estruturais a partir das inovações da forma reduzida é estimar um modelo estrutural (SVAR) impondo restrições do tipo $a_{ij} = 0$ à matriz A ⁶³. A imposição de diferentes restrições irá resultar em diferentes funções de impulso-resposta dependendo da magnitude da correlação entre os erros da forma reduzida e . Apenas se todas as correlações entre os erros forem zero as funções de impulso-resposta serão as mesmas independente das restrições impostas. Empiricamente, uma “regra de bolso” para saber se modificações nas restrições serão relevantes é verificar as correlações entre os erros da forma reduzida (ρ_{ij}). Caso $|\rho_{ij}| > 0,2$ então as modificações na restrição a_{ij} correspondente resultarão em variações importantes na função de impulso resposta (Enders, 2008).

Os coeficientes da matriz A determinam as relações contemporâneas entre as variáveis. O coeficiente a_{ij} indica o efeito da variável j sobre a variável i no período t . Portanto identificam-se os pares de variáveis cujos erros apresentam correlação maior que $|0,2|$ e uma direção de causalidade deve então ser imposta para cada par de variável. A matriz A de causalidades contemporâneas pode ser então estimada. Os coeficientes \hat{a}_{ij} estimados que não forem estatisticamente significativos são impostos como iguais a zero e a matriz é reestimada quantas vezes forem necessárias até que todos os coeficientes estimados de A sejam significativos.

O primeiro passo na estimação de um modelo VAR, portanto, é a estimação da forma reduzida do modelo que deve atender a condição de estabilidade de que todos os autovalores do polinômio característico estejam dentro do círculo unitário e deve apresentar resíduos “bem comportados” que não apresentem autocorrelação.

Inicialmente o modelo reduzido (21) foi estimado com as variáveis INFL, DPEXT, DCAMBIO, BC e VOL para todo o período em análise, de janeiro de 2001 a dezembro de 2013. Os critérios de informação usuais BIC, HQ e AIC indicaram a seleção de 4 defasagens. Os testes de autocorrelação serial de Breusch-Godfrey e o de Portmanteau não rejeitaram a hipótese nula de ausência de autocorrelação serial a 10% e o sistema atende às condições de estabilidade.

⁶³ É necessário impor $K(K + 1)/2$ restrições conjuntamente nas matrizes $(K \times K)$ A e B para satisfazer a condição de ordem para identificação exata. A condição de ordem é necessária, porém pode não ser suficiente se as condições de posto não forem satisfeitas. RUBIO-RAMÍREZ; WAGGONER; ZHA (2010) discute essas condições.

A análise da matriz de correlação dos resíduos indicou elevada correlação entre os resíduos das variáveis DCAMBIO e VOL (0.40) e DCAMBIO e PEXT (0.55). Dessa forma, precisou-se impor uma relação de causalidade contemporânea, isto é, no mesmo período t . Optou-se, portanto, por impor que DCAMBIO influencia contemporaneamente VOL e que DPEXT influencia contemporaneamente DCAMBIO.

5.3.3.2 Modelo ADRL

O modelo ARDL foi selecionado através da estratégia *General-to-specific* (*GETS*) a partir de Hendry, Pagan and Saragan (1984) e Hendry (1987) e de acordo com a implementação dessa estratégia desenvolvida por Doornik e Hendry (2007). O objetivo da estratégia *GETS* é encontrar o modelo autoregressivo com defasagens distribuídas (ARDL) mais parcimonioso, com parâmetros estáveis e erros não autocorrelacionados, homocedáticos e normais.

O ponto de partida é a definição do modelo geral irrestrito na forma

$$Y_t = \sum_{i=1}^n Y_{t-i} + \sum_{j=0}^m X_{t-j} + \varepsilon_t \quad (38)$$

O segundo passo é a exclusão das defasagens com menor significância, isto é, as variáveis com os menores valores t absolutos. A cada rodada de exclusão o modelo é reestimado. O segundo passo termina quando todas as variáveis que permanecerem no modelo forem estatisticamente significativas a um nível de confiança pré-estabelecido. Além disso cada modelo estimado é sujeito a uma série de testes de diagnóstico, quando um teste falha o modelo é rejeitado. Por fim, o critério de informação de Schwarz é utilizado para decidir entre os modelos restantes⁶⁴.

Estimou-se o modelo geral irrestrito (34) com cinco defasagens para cada uma das variáveis estacionárias INFL, BC, DPEXT, DCAMBIO e VOL, onde DPEXT é a primeira diferença da variável PEXT e DCAMBIO a primeira diferença da variável CAMBIO. Após os critérios descritos acima, o modelo a seguir foi selecionado. Devido a presença de heterocedasticidade nos resíduos, os erros padrão foram recalculados utilizando o estimador de Newey e West (1987).

⁶⁴ Para mais detalhes ver Doornik (2009).

Tabela 12 – Modelo ARDL – jan/2001 a dez/2013

	Coefficiente	Erro-Padrão	HACSE	t-HACSE	t-prob	R2 parcial
INFL_1	0.45	0.05	0.05	8.39	0.00	0.33
Constant	0.20	0.03	0.03	6.06	0.00	0.21
DPEXT_1	0.02	0.00	0.00	4.65	0.00	0.13
DPEXT_3	0.02	0.01	0.01	3.18	0.00	0.07
DCAMBIO_2	0.68	0.21	0.25	2.69	0.01	0.05
DCAMBIO_3	-0.74	0.24	0.22	-3.36	0.00	0.07
VOL_2	14.78	3.01	3.94	3.75	0.00	0.09
VOL_4	17.36	3.18	2.38	7.30	0.00	0.27

$\sigma = 0,21$

$R^2 = 0,73$

R^2 Ajustado = 0,72

AR 1-7 test: $F(7,135) = 0.9112$ [0.4549]

ARCH 1-7 test: $F(7,136) = 1.9741$ [0.0629]

Normality test: $\text{Chi}^2(2) = 3.5676$ [0.1680]

Hetero test: $F(14,135) = 1.9085$ [0.0305] *

RSS = 6.21

$F(7,142) = 55.95$ [0.000] **

Log-likelihood = 26.03

Fonte: Elaboração Própria.

Nota: * Significativo a 1%. ** Significativo a 5%. *** Significativo a 10%.

Os resultados da estimação por ARDL mostram que balança comercial não apresenta impactos relevantes sobre o IPCA, tendo sido excluída do modelo por não ser considerada estatisticamente significativa. Sendo assim, esse resultado endossa a ideia de que a influência do setor externo sobre os preços domésticos se dá através do canal de custos e não pela via da demanda. Esse resultado se manteve o mesmo quando a estimação foi feita nos dois períodos indicados anteriormente (jan/2001 a dez/2004 e jan/2005 a dez/2013).

Os resultados para as variáveis do componente autônomo – taxa de câmbio e preços externos – permitem inferir que esse canal foi importante para a trajetória do IPCA, entre 2001 e 2013. Na estimação feita para o período de jan/2001 a dez/2004, o modelo explica bem o comportamento da inflação, tendo em vista o valor do R^2 (0,78). A influência da variável preços externos não foi considerada como sendo muito relevante, de modo que a taxa de câmbio explicou melhor o comportamento do IPCA. Para o segundo período, entretanto, o resultado foi o contrário: a influência dos preços externos foi mais forte que a taxa de câmbio. Esse resultado vai ao encontro do que foi sugerido por nossa análise descritiva, bem como por Braga (2013): na primeira metade da década de 2000, as pressões cambiais foram mais relevantes para explicar a inflação doméstica, ao passo que, na segunda metade da década, os preços externos exerceram pressões significativas no IPCA.

Ainda cabe mencionar que para o segundo período, o modelo estimado não explica muito bem as variações da inflação, uma vez que o R^2 é da ordem de 0,48. Entretanto, isso não quer dizer, necessariamente, que entre 2005 e 2013 os fatores externos não foram importantes para a evolução da inflação doméstica. Esse resultado pode ser interpretado como consequência da emergência de novos fatores explicativos da dinâmica inflacionária brasileira como, por exemplo, a inflação no setor de serviços⁶⁵.

Por fim, no que tange ao componente de realimentação, a volatilidade da taxa de câmbio foi importante para explicar o IPCA, tanto no modelo estimado para o período completo, quanto para os modelos estimados para os dois subperíodos. Entretanto, no segundo período a volatilidade esteve inversamente relacionada com o IPCA, indicando que não atuou no sentido de acentuar, mas sim de atenuar a inflação. Entre 2001 e 2013, uma variação de uma unidade na volatilidade cambial impactou o coeficiente estimado para a inflação em 14.78 e 17.36 para duas e quatro defasagens, respectivamente. A importância da volatilidade pode estar sendo superdimensionada pelos anos 2001-2003, tendo em vista que, nesse período a volatilidade foi alta, em grande medida, porque houve uma grande depreciação da taxa de câmbio. Ainda assim, de forma geral, os resultados da estimação pelo modelo ARDL confirmam as hipóteses sugeridas ao longo do trabalho, bem como o que foi apontado pela estatística descritiva dos dados.

5.3.4. Análise dos Resultados Econométricos dos Instrumentais do SVAR

Os resultados das estimações são apresentados através da análise dos seguintes pontos: coeficientes de repasse, análise da decomposição da variância e funções impulso resposta. De forma geral, os resultados dos modelos ARDL e SVAR são semelhantes, o que robustece os resultados encontrados e aumenta a confiança de que a síntese obtida com as estimações seja verossímil. Conforme foi sugerido no desenvolvimento do trabalho, as expectativas de inflação passaram a exercer influência sobre a trajetória dos preços domésticos, entre outros fatores, por meio da volatilidade da taxa de câmbio que foi intensificada com a ampliação do grau de abertura comercial e financeira. Como a hipótese adotada no modelo foi a de que as expectativas

⁶⁵ Sobre o comportamento do setor de serviços e sua influência no IPCA, ver, por exemplo, Braga (2013).

são, em parte, função da volatilidade cambial (*expectativas = f (volatilidade cambial)*), foram realizados testes de causalidade de Granger entre essas variáveis.

Segundo a abordagem de Granger (1969), dizemos que a variável X “causa” Y no sentido de Granger quando as defasagens de X ajudam a prever Y. Ou seja, X “Granger-causa” Y se X ajuda a prever Y, ou ainda, se os coeficientes das defasagens de X contra Y são estatisticamente significativos. A hipótese nula do teste de causalidade de Granger é que as defasagens da variável “*não Granger-causa*” a variável dependente. A rejeição da hipótese nula implica, portanto, em causalidade de Granger. Dado que ambas as variáveis (*expectativas e volatilidade cambial*) são estacionárias, o teste de causalidade de Granger pode ser realizado normalmente sem necessidade de correção no número de defasagens do VAR de origem, sendo determinadas pelo critério de informação de Schwarz. A tabela 13 apresenta os resultados para o teste realizado.

Tabela 13 – Testes de Causalidade de Granger

	χ^2	df	Prob.
Variável Dependente: VOL			
EXPEC	29.18633	6	0.0001
Variável Dependente: EXPEC			
VOL	62.35385	6	0.0000

Fonte: Elaboração Própria.

Como a hipótese nula (“*não Granger causa*”) pode ser rejeitada para os dois testes, conclui-se que a causalidade se verifica nas duas direções, ou seja, EXPEC “Granger-causa” VOL e VOL “Granger-causa” EXPEC. Assim sendo, o resultado do teste pode ser utilizado para validar a hipótese teórica sugerida na tese de que a volatilidade cambial é um componente explicativo importante das expectativas inflacionárias.

5.3.4.1 Coeficientes de Repasse

O cálculo do repasse para a inflação pode ser realizado a partir das funções de impulso resposta estimadas pelo modelo VAR. Conforme sugerido por McCarthy (2000), e estimado para o Brasil por Belaisch (2003) e Araújo e Modenesi (2010b), tem-se:

$$R_{t,t+j} = \left(\frac{\sum \Delta Y_{t,t+j}}{\sum \Delta X_{t,t+j}} \right) \cdot 100, \quad (39)$$

onde Y é a inflação e X a variável para a qual se está medindo o repasse.

O repasse é calculado após um choque no câmbio no modelo SVAR, dividindo-se a variação acumulada de IPCA (após j meses) pela variação acumulada da variável em questão (após j meses). A tabela 14 mostra os resultados do cálculo dos repasses dos choques nos preços externos, na taxa de câmbio, na volatilidade cambial e na balança comercial sobre o IPCA.

Tabela 14 – Coeficientes de Repasse – período: jan/2001 a dez/2013

Período	Repasse DPEXT	Repasse DCAMBIO	Repasse VOL	Repasse BC
1	0.00	0.00	0.00	0.00
2	0.02	0.01	-2.65	0.00
3	0.04	0.51	11.99	0.00
4	0.06	0.56	22.58	0.00
5	0.08	0.89	37.93	0.00
6	0.10	1.28	49.81	0.00
7	0.12	1.83	53.79	0.00
8	0.13	2.15	57.78	0.00
9	0.15	2.51	62.89	0.00
10	0.16	2.83	63.44	0.00
11	0.16	3.09	62.80	0.00
12	0.16	3.29	63.63	0.00

Fonte: Elaboração Própria.

Pelos resultados encontrados para os coeficientes de repasse, é possível perceber um choque na balança comercial não apresenta efeitos significativos sobre o IPCA. Isso sugere que o impacto do setor externo sobre os preços domésticos não se dá pelo canal da demanda. A ampliação do grau de abertura econômica, portanto, impactou a trajetória dos preços na economia brasileira, essencialmente, pelos componentes autônomo e de realimentação.

Quando se analisa o componente autônomo, que contém as variáveis que causam pressões de custo sobre os preços, tem-se que tanto o repasse dos preços externos quanto o da taxa de câmbio são crescentes ao longo do tempo. Ao final de 12 meses, o aumento de uma unidade nos preços externos e na taxa de câmbio provoca aumentos na magnitude de 0,16 e 3,29, respectivamente. Desse modo, torna-se claro a importância das variáveis do setor externo que impactam o IPCA, pelo canal dos custos de produção, como foi sugerido pela análise da estatística descritiva.

Assim como nas análises seguintes, a volatilidade cambial apresenta relevância considerável para explicar a dinâmica do IPCA, tendo em vista que, ao final de 12 meses, o choque causado pelo aumento de uma unidade nessa variável, provoca um aumento de 63,63 unidades na inflação. Como sugerido, um dos canais pelos quais a volatilidade cambial impacta a inflação, na nova configuração de maior grau de abertura financeira, é por meio da sua influência na formação das expectativas inflacionárias. O teste de causalidade de Granger mostrou que existe uma forte relação entre essas variáveis, de modo que elas se causam mutuamente. Portanto, é possível afirmar que, em algum grau, a volatilidade da taxa de câmbio contribuiu para explicar os movimentos do IPCA, pela via das expectativas de inflação.

5.3.4.2 Análise da Decomposição da Variância

A análise de decomposição de variância permite verificar qual é a participação relativa de cada variável na explicação da variância de outra variável do modelo. Nesse caso, permite avaliar a importância relativa dos preços externos, da taxa de câmbio, da volatilidade cambial, da balança comercial e da própria inflação sobre o IPCA. A tabela 15 apresenta decomposição da variância do IPCA, entre 2001 e 2013.

Tabela 15 – Decomposição da Variância – período: jan/2001 a dez/2013⁶⁶

Período	S.E.	DPEXT	DCAMBIO	VOL	BC	INFL
1	0.208565	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000
2	0.240144	8.512440	0.000975	0.424661	0.568242	90.49368
3	0.285988	19.18045	3.658875	11.43230	1.900632	63.82774
4	0.317074	24.02159	3.068587	17.34954	3.400591	52.15970
5	0.363582	24.74012	3.457276	29.12343	2.589940	40.08923
6	0.386331	24.59654	4.833420	32.62248	2.337775	35.60978
7	0.397001	23.87014	6.421227	33.31042	2.595871	33.80233
8	0.403202	23.41118	7.052555	34.04299	2.719613	32.77366
9	0.407764	22.93368	7.698691	34.24095	3.026375	32.10031
10	0.409897	22.70468	8.122433	33.90830	3.459632	31.80495
11	0.411435	22.57556	8.278508	33.68604	3.877146	31.58275
12	0.412792	22.49154	8.344655	33.50874	4.269714	31.38535

Fonte: Elaboração Própria.

Nos primeiros meses, a maior parte da variância da inflação é explicada pela própria inflação, o que pode ser interpretado como uma medida de inércia inflacionária. Ao final de 12 meses aproximadamente 32% da variância do IPCA é explicada pelo próprio IPCA. Esse valor foi de 34,4% para o período de jan/2001 a dez/2004 e de 75,8% para o período de jan/2005 a dez/2013.

Embora, como foi discutido na seção 4.3.1, medidas de desindexação tenham sido adotadas ao longo dos anos 2000, especialmente a partir de 2004, os resultados da análise da decomposição da variância, para o período de jan/2005 a dez/2013, sugerem que o peso da inércia aumentou, tendo em vista que, ao final de 12 meses, 75,8% da variância do IPCA é explicada pelo próprio IPCA. Esse resultado pode estar associado à inércia decorrente do aumento do peso do setor de serviços, principalmente os serviços não monitorados pelo governo, para a explicação do IPCA, principalmente a partir de 2010, tendo em vista que “*os serviços livres são a única categoria do IPCA que não sofre influência direta nem dos preços das commodities nem da taxa de câmbio, mas predominantemente de seu próprio passado, sugerindo comportamento fortemente inercial*” (MARTINEZ; BRAGA, 2012, p. 6). Como a determinação de preços nesse setor é fortemente influenciada pela variação salarial e como, a partir de meados de 2005, verificou-se um crescimento salarial acima da inflação (o salário mínimo apresentou ganho ainda superior ao do salário médio), é possível que essa conjunção

⁶⁶ As tabelas de decomposição da variância para os períodos jan/2001 a dez/2004 e de jan/2005 a dez/2013 encontram-se no anexo.

de fatores tenha contribuído para aumentar o peso do componente inercial da inflação (BRAGA, 2011). Além disso, o baixo valor do R^2 no modelo ARDL estimado para o segundo período pode estar sugerindo que as variáveis indicadas não são suficientes para explicar a inflação. A ausência de variáveis relevantes pode, então, estar sendo captada pela inércia, isto é, no período $t-1$ uma variável não observável pode estar influenciando a dinâmica dos preços e produzindo inflação no período t . Os resultados encontrados para essa componente são consistentes com a evolução da inflação brasileira, no período analisado, tendo em vista que devido a fatores estruturais e institucionais a dinâmica dos preços domésticos é fortemente influenciada pela inércia inflacionária.

Ainda analisando o componente de realimentação, observa-se a importância crescente da volatilidade cambial para explicar a variância do IPCA. Ao final de 12 meses, aproximadamente 33% da variância da inflação é explicada pela volatilidade da taxa de câmbio. Esse valor foi de 20,8% para o período de jan/2001 a dez/2004 e de 9,2% para o período de jan/2005 a dez/2013. A queda aqui não é no componente de realimentação como um todo, mas apenas na volatilidade cambial. No primeiro período, especialmente por influência dos anos 2001 e 2002, a volatilidade exerce maior influência no IPCA. Como uma das hipóteses da tese é que as expectativas de inflação são função da volatilidade cambial, isto é, a volatilidade do câmbio afeta o IPCA através das expectativas, esse resultado reforça a importância do canal das expectativas para a explicação da dinâmica inflacionária brasileira. Juntas, as variáveis do componente de realimentação – inércia e expectativas (expressas como função da volatilidade cambial) – explicam, ao longo de 12 meses, cerca de 62% da variância do IPCA.

O componente de demanda respondeu, ao final de 12 meses, por apenas 4,3% da variação do IPCA. Esse resultado já havia sido sugerido quando se analisou a contribuição dos fatores de demanda – relacionados com o mercado externo – para a inflação brasileira. Nos modelos estimado para os períodos de jan/2001 a dez/2004 e jan/2005 a dez/2013, esse valor foi de 9,9% e 3,1%, respectivamente.

No que concerne ao componente autônomo – que inclui as variáveis preços externos e taxa de câmbio – os resultados confirmam o que foi sugerido pelos dados, na seção 4.3.3.1: entre o período 2001-2013, os preços externos contribuíram mais significativamente para a evolução do IPCA do que a taxa de câmbio, tendo em vista que o crescimento do peso das variáveis do setor externo para a explicação do comportamento da inflação foi acompanhado por uma especialização na pauta de exportação brasileira em direção aos produtos primários.

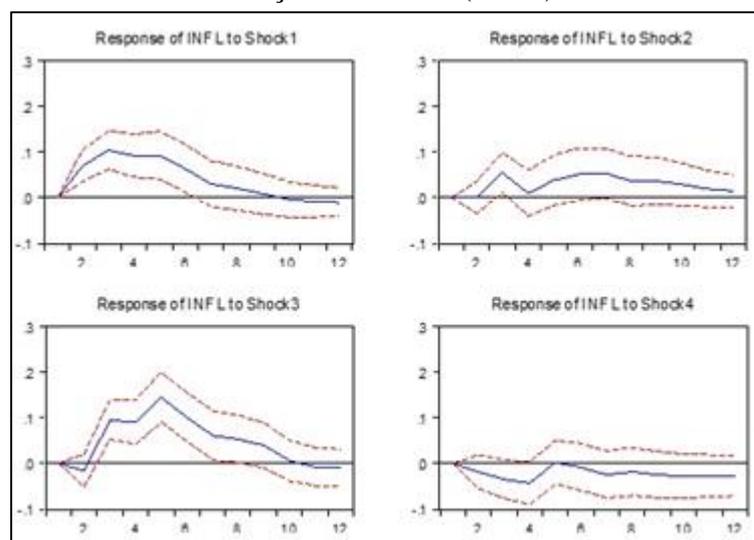
Ao final de 12 meses, o preço das *commodities* explicou 23,5% da variância do IPCA, enquanto que para a taxa de câmbio esse valor foi de 8,3%. Nos modelos estimados para os períodos de jan/2001 a dez/2004 e jan/2005 a dez/2013, esse valor foi de 30,6% e 8,9% para os preços externos e de 4,2% e 2,8% para a taxa de câmbio, respectivamente.

Juntas, entre 2001 e 2013, as variáveis do componente autônomo respondem por cerca de 30,8% da variância do IPCA. Se, entretanto, a volatilidade da taxa de câmbio for adicionada a esse grupo de variáveis, o valor chega a aproximadamente 64,3%, isto é, mais da metade da inflação brasileira está sendo explicada pelos condicionantes externos. A análise da decomposição da variância do IPCA, portanto, soma-se as evidências já apresentadas para ressaltar o alto peso dos fatores externos na evolução da inflação brasileira.

5.3.4.3 Funções de Impulso Resposta

Em seguida, são analisadas as funções impulso-resposta da inflação a um choque, respectivamente, em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial. Como foi argumentado ao longo do trabalho, no modelo, as expectativas de inflação aparecem como função da volatilidade cambial. A figura 1 mostra as funções de impulso resposta, para o período de 2001 a 2013, decorrentes de um choque de um desvio padrão das variáveis citadas, onde: shock1=DPEXT; shock2=DCAMBIO; shock3=VOL e shock4=BC.

Figura 1 – Resposta do IPCA a um choque em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial (VAR): 2001-2013



Fonte: Elaboração Própria.

Como era de se esperar, o efeito de um choque na balança comercial sobre o IPCA apresenta intensidade relativamente baixa, evidenciando a pouca relevância do componente de demanda para explicar a dinâmica dos preços na economia brasileira, entre 2001 e 2013. Esse resultado não se altera para os períodos de jan/2001 a dez/2004 e jan/2005 a dez/2013.

Dentre os choques analisados, o da volatilidade cambial é consideravelmente mais intenso que os choques nos preços externos e na taxa de câmbio, embora esses também sejam relevantes e significativos na dinâmica do IPCA. No período entre jan/2001 e dez/2004⁶⁷, esse resultado se mantém, o que não acontece no período seguinte, jan/2005 e dez/2013, quando um choque na volatilidade cambial apresenta impactos negativos no IPCA. A análise econométrica está, portanto, de acordo com o que foi sugerido pela estatística descritiva, no que concerne a importância da volatilidade cambial (e das expectativas) para explicar o comportamento da inflação. Em um primeiro momento, a análise dos dados sugeriu que a volatilidade da taxa de câmbio foi um dos fatores explicativos da expectativa de inflação, como indicado na equação 31, o que foi confirmado pela análise econométrica.

Em momentos de elevada volatilidade cambial, como, por exemplo, no período entre janeiro de 2001 e janeiro de 2002, verificou-se uma deterioração nas expectativas. A partir de 2004, as expectativas de inflação se moveram com mais frequência e intensidade do que a volatilidade cambial, sugerindo que, entre 2004 e 2013, houve uma redução no peso dessa variável e, portanto, os demais fatores (como os que foram sugeridos na especificação da equação 31) tiveram uma contribuição maior para explicar a dinâmica das expectativas inflacionárias.

Foi possível ainda identificar períodos – janeiro/julho de 2006, julho de 2008 a janeiro de 2009 e julho de 2011 a janeiro de 2012, por exemplo – em que variações abruptas da taxa de câmbio foram acompanhadas de uma piora nas projeções do mercado para a inflação. Entretanto, há também períodos – julho de 2009 e janeiro de 2010, por exemplo – em que se verificou uma piora nas expectativas de inflação, sem que houvesse grandes alterações da volatilidade cambial, sugerindo um aumento da importância dos outros fatores explicativos das expectativas de inflação. Esse resultado também foi confirmado pela análise econométrica, tendo em vista que, entre jan/2005 e dez/2013, um choque na volatilidade cambial apresentou impactos negativos no IPCA. Ademais, nesse período, a variância da volatilidade da taxa de

⁶⁷ As funções impulso-resposta para os modelos estimados para os períodos de jan/2001 a dez/2004 e jan/2005 a dez/2013 encontram-se no anexo.

câmbio explicou 9,2% do comportamento da inflação (entre jan/2001 e dez/2004, esse valor foi de 20,8%).

Os resultados encontrados para a relação entre expectativas, volatilidade cambial e IPCA parecem indicar que, ao contrário do discurso do mercado, a inflação, no Brasil, não tem sido sustentada por expectativas do mercado, mas sim por fatores objetivos de custo, com importância relevante das pressões de custo advindas do setor externo, sugerindo que a inflação brasileira apresenta um caráter mais estrutural que conjuntural.

Combinando a função impulso resposta com a análise da decomposição da variância, o componente de realimentação, portanto, apresenta importância significativa para explicação do comportamento do IPCA, tendo em vista: i) a resposta do IPCA a um choque na volatilidade da taxa de câmbio e ii) o fato de, ao longo de 12 meses, parte considerável da inflação ser explicada por sua própria variância, o que pode ser interpretado como uma medida da inércia inflacionária.

Por fim, o componente autônomo, que inclui as variáveis taxa de câmbio e preços externos, como foi sugerido na análise da estatística descritiva, mostrou-se, claramente importante na evolução do IPCA. A inflação responde de forma positiva tanto a um choque nos preços externos como na taxa de câmbio. Entretanto, para a taxa de câmbio, o choque é mais significativo no primeiro período (jan/2001 e dez/2004). Para os preços externos, o impacto de um choque é positivo nos dois períodos (jan/2001 e dez/2004 e jan/2005 e dez/2013). O choque nos preços externos apresenta efeitos mais intensos sobre o IPCA, evidenciando que os preços no mercado internacional exerceram maiores impactos sobre a inflação do que a variação da taxa de câmbio, no período analisado. Essa constatação confirma a hipótese de que os condicionantes externos assumiram um papel crucial na dinâmica da inflação brasileira, no período compreendido entre 2001 e 2013.

5.4 SUMÁRIO E CONCLUSÕES

O presente capítulo buscou analisar empiricamente o processo de formação de preços e processos inflacionários na economia brasileira, entre os anos de 1999 e 2013, com o propósito de testar a hipótese de que a ampliação do grau de abertura econômica provocou mudanças na etiologia da inflação. Para cumprir o objetivo proposto, foi feita uma análise, com estatística

descritiva, das variáveis que foram identificadas, no capítulo II, como relevantes para explicar o processo inflacionário brasileiro, em um ambiente marcado pela ampliação do grau de abertura econômica. Em seguida, estimou-se, através da modelagem de vetores Auto Regressivos (VAR), uma equação de inflação, com base na adaptação do modelo de Simonsen (1970). De forma geral, os resultados econométricos confirmaram o que foi sugerido pela análise feita através da estatística descritiva dos dados.

Como foi visto, a equação proposta associa a inflação a três grupos de variáveis, quais sejam: o componente de demanda, o componente de realimentação e o componente autônomo. No que concerne ao componente de demanda, o efeito do setor externo sobre os preços domésticos foi analisado através do comportamento da balança comercial. Buscou-se aqui identificar como o setor externo, via demanda, gerou pressões que podem ter influenciado o comportamento da inflação. De maneira geral, a análise dos dados sugeriu que não há relação de causalidade direta e estável entre o saldo da balança comercial – que foi considerado como variável representativa do setor externo na componente de demanda – e o IPCA. A baixa correlação entre pressões de demanda e inflação foi interpretada como sugestão de que há outros fatores, no lado dos custos e associados aos condicionantes externos, que explicam o comportamento dos preços domésticos.

Embora apresente importância crescente, tendo em vista o aumento da corrente de comércio, nos últimos anos, o saldo da balança comercial é um componente que tem pouca importância relativa para a evolução do IPCA. Essas considerações foram confirmadas pelos resultados econométricos. Nas estimações, pela via da demanda, o impacto do setor externo sobre os preços não foi significativo. A resposta do IPCA a um choque na balança comercial não foi tão expressiva, quando comparada a um choque nas demais variáveis. Além disso, a balança comercial foi responsável por explicar apenas 4,3%, aproximadamente, da variância da inflação. Por fim, o coeficiente de repasse da balança comercial para o IPCA confirma o que foi mostrado nas outras análises: a balança comercial não tem impactos significativos sobre a inflação, entre 2001 e 2013. Entretanto, o saldo da balança comercial não é sinônimo de demanda agregada, constituindo-se, apenas, em um indicador que foi utilizado para avaliar a influência do setor externo por esse canal.

A análise do componente de realimentação apresentou resultados importantes. Primeiro, como já era esperado, a inércia mostrou-se um importante componente explicativo da inflação. De acordo com a decomposição da variância, entre 2001 e 2013, aproximadamente

31,4% do IPCA foi explicado por sua própria variância. Esse valor foi de 34,4% para o período de jan/2001 a dez/2004 e de 75,8% para o período de jan/2005 a dez/2013. Embora tenham sido adotadas medidas de desindexação, ao longo dos anos 2000, os resultados da análise da decomposição da variância, para o período de jan/2005 a dez/2013, sugerem que o peso da inércia aumentou. Esse resultado pode estar associado à inércia decorrente do aumento do peso do setor de serviços livres para a explicação do IPCA, uma vez que essa categoria é consideravelmente influenciada pelo seu comportamento passado, sugerindo uma dinâmica fortemente inercial.

Para a volatilidade cambial, a análise dos dados, via estatística descritiva, sugeriu que em um primeiro momento, a volatilidade da taxa de câmbio foi um dos fatores explicativos da expectativa de inflação, como indicado na equação 31. Todavia, a partir de 2004, as expectativas de inflação se moveram com mais frequência e intensidade do que a volatilidade cambial, indicando que, entre 2004 e 2013, houve uma redução no peso dessa variável e, portanto, os demais fatores (como os que foram sugeridos na especificação da equação 31) tiveram uma contribuição maior para explicar a dinâmica das expectativas inflacionárias.

Os resultados das estimações confirmaram o que havia sido sugerido, tendo em vista que: i) a volatilidade da taxa de câmbio foi importante, tanto no modelo estimado via SVAR como na estimação feita via ARDL, para explicar o IPCA, embora tenha sido mais significativa no primeiro período quando sua variância explicou 20,8% da inflação e ii) essa variável apresenta forte correlação com as expectativas de inflação e as mesmas se causam, mutuamente, no sentido de Granger. Esse resultado parece indicar que, ao contrário do discurso do mercado, a inflação, no Brasil, não tem sido sustentada por expectativas do mercado, mas sim por fatores objetivos de custo, com importância relevante das pressões de custo advindas do setor externo, como foi mostrado na análise do componente autônomo, sugerindo que a inflação brasileira apresenta um caráter mais estrutural que conjuntural.

O componente autônomo – que inclui as pressões de custo sobre os preços – mostrou-se, como era de se esperar, bastante significativo para explicar a evolução do IPCA, confirmando o que foi sugerido ao longo do capítulo. Os preços externos exerceram influência determinante sobre a inflação brasileira. Nos dois modelos estimados, essa variável mostrou-se significativa e seu impacto no IPCA foi mais intenso no subperíodo de jan/2005 a dez/2013, quando se verifica uma forte tendência de elevação dos preços nos mercados internacionais. O resultado do coeficiente dos preços externos, no modelo ARDL, menor que o da taxa de câmbio,

pode estar indicando, assim como sugere Braga (2013), que a inflação importada não é inteiramente dominada pelo preço das *commodities*, sendo influenciada também pelo preço dos produtos manufaturados.

Como mostrou a análise das funções impulso resposta, nos dois subperíodos e no modelo estimado para o período completo, a resposta do IPCA a um choque nos preços externos é positiva, principalmente nos primeiros meses. Além disso, pela decomposição da variância, foi possível confirmar a hipótese de que, entre 1999 e 2013, os preços externos impactaram a inflação mais do que a variação da taxa de câmbio. Por fim, a tendência crescente do coeficiente de repasse dos preços externos para a inflação doméstica endossou a importância dessa variável.

A taxa de câmbio atuou de forma distinta, entre 2001 e 2013, ora arrefecendo, ora acentuando as pressões dos preços das *commodities* sobre os preços domésticos. No modelo ARDL, o coeficiente do câmbio foi significativo nos dois subperíodos e no período completo. A partir de 2003, verificou-se uma apreciação da taxa de câmbio que contribuiu para filtrar os efeitos dos preços externos. No modelo para o primeiro período, a função impulso resposta evidenciou a importância de um choque de câmbio para o IPCA. Já no segundo período a função mostrou que a taxa de câmbio contribuiu para arrefecer as pressões geradas pelo aumento do preço das *commodities*. A decomposição da variância mostrou ainda que a taxa de câmbio foi mais importante para explicar a inflação do primeiro período. Por fim, o coeficiente de repasse de um choque no câmbio para os preços apresentou trajetória crescente.

CAPÍTULO VI

6. CONCLUSÃO

A presente tese teve por objetivo geral identificar quais foram os impactos que a ampliação do grau de abertura comercial e financeira exerceram sobre a trajetória da inflação brasileira, no período 1999-2013. De forma específica, buscou-se compreender como os processos inflacionários são formados, em ambientes de elevado grau de abertura econômica, e como as mudanças ocorridas nas relações comerciais e financeiras, nas últimas décadas, no Brasil, impactaram no comportamento da inflação, no período entre 1999 e 2013. Partiu-se da hipótese de que com a ampliação do grau de abertura econômica, os condicionantes externos aumentaram sua contribuição para a formação de preços e processos inflacionários.

Do ponto de vista teórico, o estudo foi construído sob a perspectiva das abordagens heterodoxas da inflação, com foco na teoria de Keynes. Foram consideradas como heterodoxas as abordagens que explicam a inflação como sendo, em última instância, um processo relacionado a pressões de custo, que são repassadas para os preços, e/ou decorrentes da existência de um conflito distributivo inerente à economia capitalista. O ponto de partida foi a apresentação da teoria da inflação de Keynes (1936, Cap. 21, 1939 e 1940). Em seguida, foram utilizados os modelos de Kalecki (1985) e Weintraub (1961) com o propósito de identificar as principais forças que operam na formação dos preços. Nos dois modelos, os preços são formados pelos custos de produção e por uma margem de lucro (*mark up*) desejada pelos empresários. A teoria pós-keynesiana de preços e inflação também foi incorporada na base teórica por ter sido considerada relevante para a discussão aqui proposta, tendo em vista que essa leitura explora o papel da preferência pela liquidez, do grau de confiança dos agentes, da incerteza e, portanto, do componente expectacional da inflação. A teoria estruturalista da inflação, a teoria da inflação inercial e a abordagem do conflito distributivo também foram apresentadas, tendo em vista que foram avaliadas como sendo compatíveis com a teoria keynesiana pois, em última instância, tais abordagens identificam a inflação como um fenômeno que emerge de alguma pressão nos custos.

Para completar a base teórica, o modelo de realimentação inflacionária desenvolvido por Simonsen (1970) foi utilizado como síntese das teorias citadas e serviu de base à construção da equação teórica que foi estimada para a economia brasileira. A presença de um componente

autônomo no modelo – que inclui fatores estruturais, institucionais e de custos que afetam o grau de conflito distributivo – permitiu inserir variáveis fundamentais à análise aqui proposta, quais sejam: preços externos e taxa de câmbio.

A partir do referencial teórico, tornou-se possível identificar as variáveis que foram consideradas mais relevantes para explicar a dinâmica da inflação brasileira, entre 1999 e 2013, em um cenário marcado pelo elevado grau de abertura comercial e financeira. Assim como no modelo de Simonsen (1970), as variáveis foram agrupadas em três componentes, quais sejam: componente de demanda, componente de realimentação e componente autônomo. No primeiro grupo, o saldo da balança comercial foi considerado como sendo o canal através do qual o setor externo pode impactar a demanda agregada da economia e, conseqüentemente, a inflação. No que concerne a componente de realimentação, a inércia inflacionária, a volatilidade da taxa de câmbio e as expectativas de inflação foram as variáveis identificadas como relevantes. Assumiu-se, aqui, a hipótese de que as expectativas de inflação são, em parte, função da volatilidade da taxa de câmbio. Por fim, na componente autônoma, foram incluídos a taxa de câmbio e os preços internacionais, tendo em vista que, a partir de uma perspectiva de inflação de custos, essas variáveis se constituem nos principais canais de influência do setor externo sobre os preços domésticos.

Uma vez descrito o referencial teórico e identificadas as variáveis relevantes para o estudo proposto, foi feita uma análise exploratória do processo de abertura comercial e financeira no Brasil com o propósito de mostrar que a partir dos anos 1990, a abertura econômica, especialmente a financeira, avançou de forma significativa na economia brasileira. Como não se constituía no foco da tese, a descrição do processo brasileiro de abertura econômica foi realizada a partir de fontes secundárias. Foi possível, então, concluir que, seguindo a tendência mundial, o Brasil, em fins da década de 1980, deu início a uma política de abertura econômica que norteou seu modelo de inserção externa. O regime comercial brasileiro passou por uma reforma ampla que foi sendo intensificada ao longo dos anos e direcionou a política econômica para a liberalização do comércio externo. A abertura financeira, que seguiu a mesma tônica liberalizante da abertura comercial, apresentou dupla função: ampliar o grau de mobilidade de capitais no país e auxiliar o financiamento dos déficits em transações correntes que seriam gerados nos primeiros anos de abertura comercial. A partir da década de 1990, o que se verificou, na maioria dos países, foi a coexistência entre abertura comercial e financeira com um regime de taxas de câmbio flutuantes. Como consequência, a

ampliação do grau de abertura econômica trouxe um efeito colateral para a inflação, na medida em que modificou, estruturalmente, a formação de preços das economias.

A análise empírica da tese foi feita em duas etapas. Na primeira, as variáveis foram analisadas através do uso da estatística descritiva. Em um segundo momento, utilizou-se o instrumental econométrico para estimar uma equação de inflação para a economia brasileira, entre 1999 e 2013, com base na especificação do modelo de Simonsen (1970). A equação foi estimada através do modelo de Vetores Auto Regressivos Estruturais (SVAR) e do modelo Auto Regressivo de Defasagem Distribuída (ARDL). De forma geral, os resultados da estatística descritiva foram ao encontro dos resultados da análise econométrica e, em ambas as análises, constatou-se a importância das variáveis do setor externo para a evolução da inflação brasileira, entre 1999 e 2013.

Os resultados da estatística descritiva para a componente de demanda apontaram que a influência do setor externo pelo canal da balança comercial é pouco relevante. Embora tenha apresentado importância crescente – tendo em vista o aumento da corrente de comércio, nos últimos anos – o saldo da balança comercial apareceu como um componente que tem pouca importância relativa para a evolução do IPCA. A análise econométrica conduziu ao mesmo resultado, uma vez que nas estimações, pela via da demanda, o impacto do setor externo sobre os preços não foi significativo. A resposta do IPCA a um choque na balança comercial não foi tão expressiva, quando comparada a um choque nas demais variáveis. Além disso, o saldo da balança comercial foi responsável por explicar apenas 4,3%, aproximadamente, da variância da inflação. Por fim, o coeficiente de repasse da balança comercial para o IPCA confirmou o que foi sugerido nas outras análises: a balança comercial não apresentou impactos significativos sobre a inflação, entre 2001 e 2013.

Para a componente de realimentação, os resultados da estatística descritiva foram os seguintes: i) de maneira geral, as expectativas do mercado acompanharam, ainda que com alguma defasagem, a inflação efetiva. Todavia, ao longo dos anos, influenciadas pelos acontecimentos na conjuntura econômica mundial e também nas condições da economia nacional, as expectativas oscilaram, consideravelmente, subestimando ou superestimando o movimento de preços; ii) os dados indicaram que a relação entre volatilidade cambial e expectativas de inflação se mostrou instável, ao longo dos anos. Para o período 2002-2003, a análise econométrica indicou uma confirmação da hipótese de que a volatilidade da taxa de câmbio é um dos fatores explicativos da expectativa de inflação, tendo em vista que em

momentos de elevada volatilidade da taxa de câmbio, como, por exemplo, no período entre janeiro de 2001 e janeiro de 2002, verificou-se uma deterioração nas expectativas. A partir de 2004, as expectativas de inflação passaram a se mover com mais frequência e intensidade do que a volatilidade cambial, sugerindo que houve uma redução no peso dessa variável e, portanto, os demais fatores tiveram uma contribuição maior para explicar a dinâmica das expectativas; e iii) a inércia apresentou um peso considerável para explicar a evolução do IPCA. Foi possível perceber que essa variável, embora tenha apresentado um comportamento volátil ao longo dos anos, constituiu-se em um fator relevante para explicar o IPCA, especialmente nos períodos em que houve deterioração das expectativas.

Os resultados das estimações para a componente de realimentação confirmaram, em grande medida, o que foi sugerido pela estatística descritiva. A inércia mostrou-se um importante componente explicativo da inflação. Entre 2001 e 2013, aproximadamente 31,4% do IPCA foi explicado por sua própria variância. Embora tenham sido adotadas medidas de desindexação, ao longo dos anos 2000, os resultados da análise da decomposição da variância, para o período de jan/2005 a dez/2013, sugerem que o peso da inércia aumentou. Nesse período, aproximadamente 75,8% do IPCA foi explicado por sua própria variância. Esse resultado pode estar associado à inércia decorrente do aumento do peso do setor de serviços livres para a explicação do IPCA. Além disso, o baixo valor do R^2 no modelo ARDL estimado para o segundo período pode estar sugerindo que as variáveis indicadas não são suficientes para explicar a inflação. A ausência de variáveis relevantes pode estar sendo captada pela inércia, isto é, no período $t-1$ uma variável não observável pode estar influenciando a dinâmica dos preços e produzindo inflação no período t .

Para a volatilidade cambial e para as expectativas de inflação, os resultados das estimações confirmaram o que havia sido sugerido, pois: i) na análise do modelo SVAR, as séries de volatilidade cambial e expectativas inflacionárias mostraram-se fortemente correlacionadas, entre 2001 e 2013, além de se causarem mutuamente, no sentido de Granger; ii) na estimação feita pelo modelo ARDL, a volatilidade cambial foi uma variável importante para explicar o comportamento do IPCA, nos dois períodos, embora essa evidência tenha sido mais forte para os anos 2001-04. Nos demais anos, é possível que outros fatores, como os indicados na equação 31, tenham sido mais relevantes que a volatilidade da taxa de câmbio para explicar a dinâmica das expectativas de inflação. Portanto, a hipótese de que as expectativas de inflação foram, em parte, explicadas pela volatilidade da taxa de câmbio foi confirmada para o período de jan/2001 a dez/2013. O resultado encontrado para a relação entre essas duas

variáveis é relevante, na medida em que sugere, assim como na relação entre taxa de câmbio e inflação, a existência de um repasse assimétrico. Em outras palavras, quando a volatilidade da taxa câmbio está elevada, seu impacto sobre as expectativas de inflação é mais significativo. Por outro lado, quando a volatilidade do câmbio está baixa, sua influência sobre as expectativas inflacionárias é menor e outros fatores são mais relevantes para explicar o comportamento dessa variável. Essa conclusão é importante, pois sugere que, ao contrário do que propõem as teorias ortodoxas, dominantes no mercado, a inflação, no Brasil, não tem sido, predominantemente, sustentada por expectativas inflacionárias, mas sim por fatores objetivos de custo, com importância relevante das pressões de custo advindas do setor externo.

Por fim, os resultados da estatística descritiva e da análise econométrica confirmaram a importância da taxa de câmbio e dos preços internacionais para a explicação da dinâmica inflacionária na economia brasileira, entre 1999 e 2013. Na primeira análise, os dados indicaram que o preço das *commodities* seguiu uma trajetória de elevação, marcada por alguns momentos de moderada retração, que influenciou positivamente o IPCA. Pela via dos preços internacionais, concluiu-se que a economia brasileira importou inflação do resto do mundo, ainda que em intensidades diferentes, em todo o período analisado. A taxa de câmbio também foi relevante para determinar a trajetória do IPCA. Essa variável apresentou comportamentos distintos, ora atuando no sentido de reforçar, ora de arrefecer a tendência de repasse da elevação dos preços externos para o nível de preços interno. Considerando o efeito das duas variáveis, foi possível observar que a inflação importada exerceu influência sobre os movimentos do nível de preços, entre 2001 e 2013.

Como era esperado, os resultados das estimações confirmaram a importância da componente autônoma para a evolução do IPCA. Os preços externos exerceram influência determinante sobre a inflação brasileira. Nos dois modelos estimados, essa variável mostrou-se significativa, muito embora seu impacto no IPCA tenha sido mais intenso no subperíodo de jan/2005 a dez/2013, quando se verificou uma forte tendência de elevação dos preços nos mercados internacionais. Pela análise das funções impulso resposta, nos dois subperíodos e no modelo estimado para o período completo, a resposta do IPCA a um choque nos preços externos é positiva, principalmente nos primeiros meses. Pela decomposição da variância, foi possível confirmar a hipótese de que, entre 1999 e 2013, os preços externos impactaram a inflação mais do que a variação da taxa de câmbio. Por fim, a tendência crescente do coeficiente de repasse dos preços externos para a inflação doméstica endossou a importância dessa variável.

Para a taxa de câmbio, no modelo ARDL, o coeficiente do câmbio foi significativo nos dois subperíodos e no período completo. No modelo SVAR estimado para o período de jan/2001 a dez/2004, a função impulso resposta evidenciou a importância de um choque de câmbio para o IPCA. Já no segundo período, jan/2005 a dez/2013, essa análise mostrou que a taxa de câmbio contribuiu para arrefecer as pressões geradas pelo aumento do preço das *commodities*. A decomposição da variância mostrou ainda que a taxa de câmbio foi mais importante para explicar a inflação do primeiro período, quando se verificou uma depreciação do câmbio. Esse resultado sugere que as direções das variações da taxa de câmbio (apreciações ou depreciações) têm impactos distintos sobre os preços. Em outras palavras, como foi mostrado por Pimentel, Modenesi e Luporini (2013), na economia brasileira, o câmbio afeta mais a inflação nas fases de depreciação, que nas fases de apreciação cambial, quando o repasse para os preços é menor.

Diante das análises feitas, foi possível concluir que as alterações decorrentes da ampliação do grau de abertura comercial e financeira, ao longo dos anos 1990, que representaram uma mudança estrutural e irreversível para as economias capitalistas, impactaram a dinâmica da inflação brasileira, entre 1999 e 2013, evidenciando que o impacto do setor externo sobre o nível de preços domésticos foi significativo. Como foi mencionado, as variáveis do setor externo contribuíram, de forma estatisticamente significativa, para explicar a evolução IPCA, pelo canal dos custos de produção.

Nesse contexto, a nova institucionalidade apresenta implicações para a política monetária brasileira, em especial para o Regime de Metas de Inflação (RMI), que se constitui na política antinflacionária, adotada pelo Brasil a partir de junho de 1999. Como foi visto, os fatores externos têm sido relevantes, pela via dos custos de produção, para explicar a dinâmica inflacionária brasileira. A ampliação do grau de abertura econômica pode comprometer a eficácia do RMI, que tem a taxa de juros como principal instrumento de ação sobre a inflação. No RMI, a taxa de juros atua sobre a inflação através da demanda agregada e também da taxa de câmbio – neste caso, com efeitos mais diretos sobre os custos de produção. Assim, sob elevado grau de abertura econômica, essa nova institucionalidade impõe limites à eficácia desse regime, na medida em que: i) seu efeito sobre o câmbio é indireto e incerto, já que essa variável depende também de fatores externos; ii) seu efeito colateral negativo para o crescimento econômico pode ser um custo muito alto para o país, como evidenciaram Araújo e Modenesi (2009), o que, por sua vez, pode limitar o uso da taxa de juros nas fases de fraco dinamismo econômico.

Ainda é possível mencionar mais dois fatores que podem sugerir que o RMI não se constitui na política de controle inflacionário mais adequada para um contexto em que se verifica elevado grau de abertura comercial e financeira: i) ainda que a taxa de câmbio seja uma variável de política econômica sobre a qual a autoridade monetária tem algum grau de influência, ela depende de uma gama de outros fatores que estão fora do controle da Autoridade Monetária; e ii) existe uma série de trabalhos empíricos como, por exemplo, Araújo e Modenesi (2009 e 2010a), que mostram a baixa resposta da inflação brasileira aos condicionantes domésticos.

A ampliação do grau de abertura econômica trouxe, portanto, um efeito colateral para a inflação, na medida em que modificou, estruturalmente, a formação de preços das economias reduzindo a autonomia dos Bancos Centrais na execução e cumprimento da tarefa de manter estáveis os preços domésticos. Torna-se, portanto, necessário adotar uma política de controle da inflação com instrumentos capazes de lidar, também, com a volatilidade da taxa de câmbio, via controle do fluxo de capital. Nesse contexto, abre-se espaço para discutir políticas de controle inflacionário alternativas ao RMI e que analisem a inflação a partir de uma perspectiva teórica que contemple não apenas as modificações provocadas na formação de preços e processos inflacionários, mas que também permita fazer uma ampla discussão das dificuldades que se colocam para a gestão da inflação, dentro dessa nova institucionalidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA FILHO, N. O enfoque kaleckiano no plano micro e alguns desenvolvimentos posteriores. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 2/3, n. 1/2, p. 41, mar./set. 1986.

ALVES, P. R. S. et al. Preços Administrados: projeção e repasse cambial. **BCB: Trabalhos para Discussão**, Brasília, n. 305, Março 2013.

AQUINO, F. V.; COLOMBI, A. P. F. **A persistência da vulnerabilidade externa no atual modelo de inserção internacional brasileiro**. In: III Congreso Latinoamericano de Historia Económica y XXIII Jornadas de Historia Económica. San Carlos de Bariloche. 2012.

ARAÚJO, E.; MODENESI, A. M. **Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil**. In: Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Porto Alegre. 2009.

ARAÚJO, E.; MODENESI, A. M. **Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil (2000-2008): uma análise empírica do mecanismo de transmissão da política monetária com base em um modelo VAR**. In: XXVIII Encontro Nacional de Economia. Salvador. 2010a.

ARAÚJO, E.; MODENESI, A. M. **A Importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999-2010): uma análise com base em um modelo SVAR**. In: XXVIII Encontro Nacional de Economia. Salvador. 2010b.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. R.; FERRARI FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, Abril 2009.

ARIDA, P. Reajuste Salarial e Inflação. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 12, n. 1, Abril 1982.

ARIDA, P. A ORTN serve apenas para zerar a inflação inercial. **Gazeta Mercantil**, Outubro 1984.

ARIDA, P. L.-R. A. . R. G.; BRUNO, M. **Inflação Zero – Brasil, Argentina e Israel**. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e terra, 1986.

AZEVEDO, A. F. Z.; PORTUGAL, M. S. Abertura comercial brasileira e instabilidade da demanda de importações. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 8, n. 1, p. 37-63, Julho 1998.

BACHA, E. L. **Introdução à macroeconomia**: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 1982.

BACHA, E. L. Moeda, Inércia e Conflito. **Pesquisa e Planejamento**, v. 18, n. 1, Abril 1988. Aula Magna no XV Encontro Anual da ANPEC, Salvador, dezembro 1987.

BALL, L. **Has globalization changed inflation?** NBER Working Paper Series 12687. Cambridge, MA. 2006.

BANCO MUNDIAL. **Implicações de uma China em Transformação: oportunidades para o Brasil**. Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento/Banco Mundial. Washington. 2014.

BARROS, R. P. D.; FOGUEL, M. N.; ULYSSEA, G. **Desigualdade de Renda no Brasil**: uma análise da queda recente. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2007.

BCB. **Relatório de Inflação**. Banco central do Brasil. Brasília. Vol. 1 nº 1, jun., 1999.

BCB. **Relatório de Inflação**. Banco Central do Brasil. Brasília. Vol. 13 nº 4, dez., 2011.

BCB. **Relatório de Inflação**. Banco Central do Brasil. Brasília. Vol. 14 nº 2, jun, 2012.

BEAN, C. **Globalization and inflation**. Discurso para a LSE Economic Society. London School of Economics. Londres. 2006.

BELAISCH, A. **Exchange rate pass-through in Brazil**. [S.l.]. 2003.

BELAISCH, A. **Exchange rate pass-through in Brazil**. FMI. Working Papers, nº 141. 2003.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? **Journal of Economic Perspectives**, 11, n. 2, 1997. 97-116.

BEVILAQUA, A.; MESQUITA, M.; MINELLA, A. **Brazil: taming inflation expectations**. Banco Central do Brasil. Working Paper Series, n° 129. 2007.

BIANCARELI, A. M. **Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002)**. Dissertação de Mestrado. Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 2003.

BORIO, C.; FILARDO, A. **Globalization and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation**. Banco Mundial. Washington. 2006.

BRAGA, J. **A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle**. In: 39º Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Foz do Iguaçu. 2011.

BRAGA, J. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância das políticas não monetárias de controle. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 22, n. 3 (49), p. 697-727, dezembro 2013.

BRANDÃO, L. A.; DRUMOND, C. E. I. Políticas pró-inovação: uma análise da política industrial nos oito anos do governo Lula. **Revista de Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 8, n. 2, p. 143-156, abril-junho 2012. Disponível em: <<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/14%20Leidiane%20Alcantara%20Brandao%20-%20Carlos%20Eduardo%20Iwai%20Drumond.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2013.

BRASIL. **Resolução Nº 1. 516, de 17 de junho de 1988, da Comissão de Política Aduaneira. Estabelece as diretrizes e bases da Reforma Aduaneira Proposta pela Comissão de Política Aduaneira**. Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]. Brasília, n. 19, 27 jun., Seção I. 1988.

BRASIL. **Brasil Maior: Inovar para competir. Competir para crescer**. Balanço Executivo. República Federativa do Brasil. Brasília. 2014.

BRESSER PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. **Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação**. In: X Encontro Nacional de Economia. Belém. 1983.

BRESSER PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Política Administrativa de Controle da Inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 4, n. 3, julho 1984a.

BRESSER PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. **Inflação e Recessão**. São Paulo: Brasiliense, 1984b.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A inflação no capitalismo de Estado (e a experiência brasileira recente). **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 3-41, 1981.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Neutralização da doença holandesa. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 31 julho 2007a.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Tarifa x Câmbio. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 2 julho 2007b.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Globalização e Competição**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010a.

BRESSER-PEREIRA, L. C. As três interpretações da dependência. **Perspectivas - Revista de Ciências Sociais (UNESP)**, São Paulo, p. 17-48, jul-dez 2010b.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 26, n. 75, p. 7-28, mai-ago 2012.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; MARCONI, N. Existe doença holandesa no Brasil? In: BRESSER-PEREIRA, L. C. **Doença holandesa e indústria**. Rio de Janeiro: FGV, 2010.

CAGAN, P. The monetary dynamics of hyperinflation. In: FRIEDMAN, M. **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

CAGNIN, R. F. et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos - CEBRAP**, São Paulo, v. 97, p. 169-185, nov 2013.

CANO, W.; SILVA, A. L. G. **Política industrial do governo Lula**. Universidade Estadual de Campinas, Texto para discussão, nº 181. Campinas. 2010.

CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. . **Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls**. Fundo Monetário Internacional, Paper nº 115. Washington. 1997.

CARVALHO, F. J. C. D. **Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a teoria de uma economia monetária**. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Texto para Discussão, nº 176. Rio de Janeiro. 1988.

CARVALHO, F. J. C. D. Alta Inflação e Hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 10, n. 4 (40), p. 62-82, out-dez 1990.

CARVALHO, F. J. C. D. Estabilização, Ancoragem de Preços e Política de Rendas. **Novos Estudos - CEBRAP**, São Paulo, n. 41, p. 143-149, março 1995.

CARVALHO, F. J. C. D. et al. **Economia Monetária e Financeira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CASTRO, L. B. **História Precoce das Ideias do Plano Real**. Tese de Doutorado. Universidade federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 1999.

CASTRO, L. B. Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 1990 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Cap. 6, p. 131-164.

CNI. **Informativo da Confederação Nacional das Indústrias**. CNI. Ano 2, nº1. Brasília. 2012.

CUNHA, A. M.; VAN DER LAAN, C. R. **Uma nova ordem financeira internacional? Avaliando alternativas para o Brasil**. Programa de Pós-Graduação em Economia. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Texto pra Discussão, nº 5. Porto Alegre. 2013.

DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. Londres: Macmillan, 1978.

DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. 2. ed. Cheltenham: Edward Elgar, 1994.

DOORNIK, J. Autometrics. In: CASTLE, J.; SHEPHARD, N. **The Methodology and Practice of Econometrics: A Festschrift in Honour of David F. Hendry**. Oxford: Oxford University Press, 2009.

DOORNIK, J. A.; HENDRY, D. F. **Empirical Econometric Modelling with PcGive12**. Londres: Timberlake Consultants Press, 2007.

ECKSTEIN, O. **Core Inflation**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1981.

EICHNER, A. S. A theory of determination of the mark-up under oligopoly. **The Economic Journal**, MacMillan Journals: London, n. 83, p. 1184-1200, 1973.

EICHNER, A. S. **The Megacorp and Oligopoly – micro foundations of macro dynamics**. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.

ENDERS, W. **Applied econometric time series**. 3. ed. New York: John Wiley&Sons, 2008.

ENGLE, F.; GRANGER, C. Co-integration and error correction: representation, estimation and testing. **Econometrica**, v. 55, p. 251-276, Março 1987.

ERBER, F. S.; VERMULM, R. **Ajuste estrutural e estratégias empresariais**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, série 144. Rio de Janeiro. 1993.

F., H. D. Econometric methodology: a personal perspective. In: BEWLEY, T. F. **Advances in econometrics**. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

FARIA, J. A. et al. **Financial Liberalization, Economic Performance and Macroeconomic Stability in Brazil: an assessment of the recent period**. In: Anais do XXXVII Encontro Nacional de Economia. Foz do Iguaçu. 2009.

FERNANDES, S. C. Abertura Comercial: um estudo sobre o processo brasileiro de liberalização. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, n. 92, p. 73-91, set-dez 1997.

FERRARI-FILHO, F. As Concepções Teórico-Analíticas e as Proposições de Política Econômica de Keynes. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 213-236, mai-ago. 2005.

FERRAZ, F. C. **Crise Financeira Global: impactos na economia Brasileira, política econômica e resultados**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2013.

FERRAZ, M. B. Retomando o debate: a nova política industrial do governo Lula. **Planejamento e Políticas Públicas**, Brasília, v. 32, n. 2, p. 227-263, 2009.

FIGUEIREDO, F. M. R.; FERREIRA, T. P. **Os preços administrados e a inflação no Brasil**. Banco Central do Brasil, Textos para Discussão, nº 59. Brasília. 2002.

FILGUEIRAS, L. **A história do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições**. São Paulo: Boitempo, 2000.

FIORI, J. L. Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES, M. D. C.; FIORI, L., J. **Poder e Dinheiro**. Petrópolis: Vozes, 1997.

FISHER, S. **The Asian crisis: a view from the IMF**. IMF Survey. vol.27, nº 2. Washington. 1998.

FMI. **How has globalization affected inflation**. World Economic Outlook. Washington. 2006.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. **Inflation Targeting in Emerging Market Economies**. Banco Central do Brasil. Working Paper Series, nº 76. Brasília. 2003.

FREITAS, F. N. P.; DWECK, E. The Pattern of Economic Growth of the Brazilian Economy 1970-2005: a demand-led growth perspective. In: LEVRERO, E. S.; PALUMBOAND, A.; STIRATI, A. **Sraffa and the Reconstruction of Economic**. New York: Palgrave Macmillan, v. 2, 2013. p. 157-198.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. Inflation Targeting in Emerging Market Economies. **A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências**, Campinas, v. 17, p. 81-101, 2001.

FREITAS, P. S.; MINELLA, A.; RIELLA, G. **Metodologia de cálculo da inércia inflacionária e dos efeitos do choque dos preços administrado**. Banco central do Brasil. Notas Técnicas, nº 22. Brasília, p. 1-14. 2002.

FRIEDMAN, M. The quantity theory of money – a restatement. In: FRIEDMAN, M. **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **American Economic Review** , n. 58 (1), p. 1-17, 1968.

FRITSCH, W.; FRANCO, G. H. B. **Política Comercial de Competição do Investimento Estrangeiro: análise da experiência recente e proposta de reforma**. Fundação de Comércio Exterior, Texto para Discussão, nº 63. Rio de Janeiro. 1991.

FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959.

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOMES, K. R. **Dívida pública e risco-país: um estudo acerca dos componentes não observados dessa relação**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2008.

GONTIJO, C. Grau de monopólio e determinação de preços em Kalecki: uma posição crítica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 11, n. 2 (42), abr-jun 1991.

GONZÁLES, M. J. F. Preços e distribuição funcional da renda: a perspectiva de Kalecki e uma intervenção de Keynes. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 17, n. 1, jan-abr 1987.

GRANGER, C. Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. **Econometrica**, v. 37, p. 424-438, 1969.

GREENE, W. **Econometric Analysis**. 6. ed. New York: Macmillan , 2003.

GREGORY, A.; HANSEN, B. Residual – Based Tests for Cointegration in Models with Regime Shifts. **Journal Of Econometrics**, v. 70, p. 99-126, 1996.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; JÚNIOR, R. T. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

GUALDA, N. L. P. **A Relação entre Estrutura de Mercado e Comércio Internacional: a questão teórica e um estudo dessa relação na economia argentina**. Tese de doutorado. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. 1995.

HALL, R. L.; HITCH, C. J. Price Theory and Business Behaviour. **Oxford Economic Papers**, Oxford, v. 2, p. 12-45, 1939.

HENDRY, D. F.; PAGAN, A. R.; SARGAN, J. D. Dynamic Specification. In: GRILICHES, Z.; INTRILIGATOR, M. D. **Handbook of Econometrics**. Amsterdam: North-Holland, v. 2, 1984.

HERMANN, J. Ancoragem cambial em um ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 29, p. 475-511, outubro 1999.

HERMANN, J.. **Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2002.

HERMANN, J. Liberalização Financeira e Crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-99. In: SOBREIRA, R. **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Cap. 4, p. 73-96.

HERMANN, J. Reformas, Endividamento Externo e o "Milagre" Econômico (1964-1973). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Cap. 3, p. 49-72.

HOLLAND, M.; R., M. Dinâmica da inflação no Brasil e os efeitos globais. **Revista da ANPEC**, v. 11, p. 649-679, 2010.

HUERTA, G. A. **Hacia el colapso de la economía mexicana: diagnostico pronostico y alternativas**. México: Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), 2009.

IHRIG, J. et al. **Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis**. Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers, nº 891. Washington. 2007.

IPEA. **A dinâmica dos preços administrados**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Carta de Conjuntura, nº 18. Brasília. 2013.

JORGE, C. T. **Análise Desagregada da Inflação por Setores Industriais da Economia Brasileira entre 1996 e 2011**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2012.

KALECKI, M. **Teoria da dinâmica econômica**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems. **The American Economic Review**, v. 89, n. 3, p. 473-500, jun 1999.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Londres: MacMillan, 1936. Republicado pela Editora Atlas em 2009.

KEYNES, J. M. **How to pay for the war: a radical plan for the chancellor of the exchequer**. London: Macmillan, 1940.

KEYNES, J. M. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Londres: Macmillan, v. XIII, XIV e XXIX, 1973.

KRUGMAN, P. **What Happened to Asia?** MIT Department of Economics. Cambridge, Massachusetts. 1998.

KUME, H. Política comercial brasileira: a reforma tarifária e a nova política de importação. **Revista Brasileira de Comércio**, v. 3, n. 15, jan-fev 1988.

KUME, H. O Plano Real e as mudanças na estrutura da tarifa aduaneira. Estudos FUNCEX/RBCE. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro, v. 48, 1996.

KUME, H.; PATRICIO, J. A. **A Reforma Aduaneira proposta pela CPA: um primeiro passo para a formação de uma política tarifária**. Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. Texto para Discussão Interna, nº 10. Rio de Janeiro. 1987.

KUME, H.; PIANI, G.; SOUZA, C. F. B. A política brasileira de importação no período 1987-1998: descrição e avaliação. In: CORSEUIL, C. H.; KUME, H. **A abertura comercial brasileira nos anos 1990: impactos sobre emprego e salário**. Rio de Janeiro: MTE e IPEA, 2003.

LARA RESENDE, A.; ARIDA, P. **Inertial Inflation and Monetary Reform**. Pontifícia Universidade Católica (PUC). Texto para Discussão, nº 85. Rio de Janeiro. 1984.

LARA-RESENDE, A. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 5, n. 2, abr-jun 1985a.

LARA-RESENDE, A. Da Inflação Crônica à Hiperinflação: Observações sobre o Quadro Atual. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 9, n. 1, jan-mar 1989.

LEE, F. S. **Post Keynesian Price Theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

LEE, J.; STRAZICICH, M. C. Minimum LM unit root test with two structural breaks. **Review of Economics and Statistics**, v. 63, p. 1082-1089, 2003.

LEITE, K. V. B. S.. **Uma Análise Evolucionária e Pós-Keynesiana para o Sistema Imobiliário Americano no Período de 1971 a 2011**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa. 2011.

LEITE, K. V. B. S. E. R. M. **O Acordo de Capitais de Basileia III: mais do mesmo?** In: Anais do 39º Congresso Nacional de Economia. Foz do Iguaçu. 2011.

LEITE, K. V. B. S.; CAVALCANTI-FILHO. Crise do Euro: Origem, Desdobramentos e a Nova Ordem Financeira Global.. In: MODENESI, A. M., et al. **Sistema Financeiro e Política Econômica em uma Era de Instabilidade**: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. [S.l.]: [s.n.], 2012. p. 80-88.

LEMME, M. C. A Revisão tarifária de 1989. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro, n. 26, p. 33-42, nov-dez 1990.

LOPES, F. L. **Só um Choque Heterodoxo pode Derrubar a Inflação**. Economia em Perspectiva. Conselho Regional de Economia de São Paulo. São Paulo. 1984a.

LOPES, F. L. Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação. **Revista da ANPEC**, v. 7, dez 1984b.

LÓPEZ, J. Mexico's crisis: financial modernization and financial fragility. **Quarterly Review**, v. 201, jun 1997.

LOUNGANI, P.; RAZIN, A.; YUEN, C.-W. Capital Mobility and the Output-Inflation Tradeoff. **Journal of Development Economics** , v. 64, 2001.

LUTKEPOHL, H. **A new introduction to multiple time series analysis**. Berlim: Springer Verlag, 2005.

MARSHALL, A. **Princípios de Economia**. Coleção os Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MARTINEZ, T. S. A Dinâmica da Inflação Brasileira: Considerações a partir da desagregação do IPCA. In: IPEA (Org). **Brasil em desenvolvimento 2011: Estado, Planejamento e Políticas Públicas**. Brasília: IPEA, 2012.

MARTINEZ, T. S.; CERQUEIRA, V. S. **Estrutura da Inflação Brasileira: determinantes e desagregação do IPCA**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Tezto para Discussão, nº 1634. Rio de Janeiro. 2011.

MARTINEZ, T.; BRAGA, J. **Crescimento liderado pelos salários, política monetária e inflação no Brasil**. In: V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. São Paulo. 2012.

MCCARTHY, J. **Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized economies**. Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports 111. New York. 2000.

MCKINNON, R. **Money and Capital in Economic Development**. Washington: Brookings Institution, 1973.

MEDEIROS, C. A. Raízes estruturais da crise financeira asiática e o enquadramento da Coréia. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, p. 151-172, dez 1998.

MINSKY, H. P. **Stabalizing na unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MODENESI, A. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A. D. M.; FERRARI-FILHO, F. Choque de oferta, indexação e política monetária: breves considerações sobre a aceleração inflacionária recente. **Economina & Tecnologia**, Curitiba, v. Ano 7. 26, jul-set 2011.

MODENESI, A. M.; PIRES-ALVES, C. C.; MARTINS, M. N. Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: a importância dos fatores microeconômicos. **Oikos**, Rio de Janeiro, v. 11, p. 203-216, 2012.

MODIANO, E. A Dinâmica de Salários e Preços na Economia Brasileira: 1966-81. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 13, n. 1, abr 1983.

MODIANO, E. A ópera dos três cruzados: 1985 - 1989. In: A ORDEM DO PROGRESSO: CEM ANOS DE POLÍTICA ECONÔMICA REPUBLICANA **ABREU, M. de P.** (org). Rio de Janeiro: Campus, 1989.

MODY, A.; OHNSORGE, F. **Can domestic policies influence inflation?**. Fundo Monetário Internacional. Working Paper, nº 257. Washington. 2006.

NAKAHODO, S.; JANK, M. Doença holandesa no Brasil. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro, v. Aço XX, n. 87, abr-jun 2006.

NAKANO, Y. Recessão e Inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 2, n. 2, abr. 1982.

NEWKEY, W.; WEST, K. Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. **International Economic Review**, v. 28, n. 3, p. 777-787, 1987.

OLIVEIRA, F. A Economia Brasileira: Crítica à Razão Dualista. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n. 2, out. 1972.

PALLEY, T. **The economics of inflation targeting: negatively sloped, vertical, and backward-bending Philips curves**. Economics for Democratic & Open Societies.. Washington. 2006.

PAZOS, F. **Chronic Inflation in Latin America**. New York: Praeger Publishers, 1972.

PIANI, G. **Algumas Notas sobre a Política Nacional de Informática**. Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. Texto para Discussão, nº 6. Rio de Janeiro. 1987.

PIMENTEL, D.; MODENESI, A. M.; LUPORINI, V. **Assimetria no Repasse Cambial para a Inflação: uma análise empírica para o Brasil de 1999 a 2011**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2013.

PINHEIRO, A. C. **A experiência brasileira de privatização: o que vem a seguir?**. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Texto para Discussão, nº 87. Rio de Janeiro. 2000.

PINTO, A. **Distribuição de Renda na América Latina e Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1973.

POSSAS, M. L.; BALTAR, P. E. A. Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki.. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, abr 1981.

PRASAD, E. et al. **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence**. Fundo Monetário Internacional. Occasional Papers Series, nº 220. Washington. 2003.

PRATES, D. M. **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Eterna: a economia brasileira na década de 90**. Dissertação de Mestrado. Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 1997.

PRATES, D. M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, M. C. P. **Abertura do sistema financeiro no Brasil**. São Paulo: Fundap/Fapesp. Brasília, 1999.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, mai-ago 2005.

PRATES, D. M. A alta recente dos preços das commodities. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 3 (107), p. 323-344, jul-set. 2007.

PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P. D. Emissões Brasileiras no Mercado Financeiro Internacional nos Anos 1990. In: FREITAS, M. C. P. **Abertura do sistema financeiro no Brasil**. São Paulo: Fundap/Fapesp. Brasília: IPEA, 1999.

PREBISCH, R. El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. In: GURRIERI, A. **La obra de Prebisch en la Cepal**. México: Fondo de Cultura Económica, 1949.

PREBISCH, R. **Nueva política comercial para el desarrollo**. México: Fondo de Cultura Económica, 1964.

QUINN, D. P. The correlates of change in international financial regulation. **American Political Science Review**, v. 91, n. 3, p. 531-551, 1997.

RANGEL, I. **A inflação brasileira**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1963.

RIBEIRO, F.; MARKWALD, R. A balança comercial sob o regime de câmbio flutuante. In: BARROS, O.; GIAMBIAGI, F. **Brasil globalizado: o Brasil em um mundo surpreendente**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

RODRIGUES, T. P. F. **Política monetária, inflação e setor externo: ensaios de macroeconomia aplicada**. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2008.

ROTHSCHILD, K. W. Price theory and oligopoly. **Economic Journal**, v. 57, p. 299-320, set. 1947.

ROWTHORN, B. Conflict, Inflation and Money. In: ROWTHORN, B. **Capitalismo, Conflito e Inflação: ensaios de Economia Política**. Rio de Janeiro: Zahar, 1977.

RUBIO-RAMÍREZ, J.; WAGGONER, D.; ZHA, T. Structural vector autoregressions: Theory of identification and algorithms for inference. **The Review of Economic Studies**, v. 77, n. 2, p. 665-696, 2010.

SACHSIDA, A. Inflação, desemprego e choques cambiais: Uma revisão da literatura sobre a curva de Phillips no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 67, n. 4, p. 549-559, out-dez. 2013.

SARDENBERG, C. A. **Aventura e agonia nos bastidores do Cruzado**. São Paulo: Cia. das Letras, 1987.

SCHWARTZMAN, F. F. Estimativa de curva de Phillips para o Brasil com preços desagregados. **Revista de Economia Aplicada**, n. 10, p. 137-155, 2006.

SHAW, E. S. **Financial Deepening in Economic Development**. Nova York: Oxford University, 1973.

SICSÚ, J. Políticas não monetárias de controle da inflação. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre. Ano 21, n. 39, 2002.

SICSÚ, J. Rumos da Liberalização Financeira Brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, n. 3, p. 507-515, 2006.

SIMONSEN, M. H. **Inflação: gradualismo versus tratamento de choque**. Rio de Janeiro: Apec, 1970.

SIMS, C. Macroeconomics and Reality. **Econometrica**, v. 48, n. 1, p. 1-48, 1980.

SOIHET, E. **Índice de Controle de Capitais: Uma Análise da Legislação e dos Determinantes do Fluxo de Capital no Brasil no Período 1990-2000**. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro. 2002.

SOLNIK, A. **Por que não deu certo**. Porto Alegre: L&PM, 1987.

SUMMA, R. Uma avaliação crítica das estimativas da curva de Phillips no Brasil. **Revista Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 22, n. 2 (40), 2011.

SUMMA, R. F.; BRAGA, J. **Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil**. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. Texto para Discussão, nº 14. Rio de Janeiro. 2014.

SUNKEL, O. La inflación chilena: un enfoque heterodoxo. **El Trimestre Económico**, México, v. 25, n. 4, dez 1958.

TAVARES, M. C. **Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro**. 9. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano. In: FIORI, J. L. **O Poder Americano**. Petrópolis: Vozes, 2007.

TEIXEIRA, M. F. F.; KLOTZLE, M. C. **Fatores Determinantes do Risco de Países Emergentes: Um Estudo do Risco País**. In: Anais do 30º Encontro da ANPAD. Salvador. 2006.

TOMBINI, A. A.; ALVES, S. A. L. **The recent Brazilian disinflation process and costs**. Banco Central do Brasil. Working Paper Series, nº 109. Brasília. 2006.

TULADHAR, A. **Governance structures and decision-making roles in inflation targeting central banks**. Fundo Monetário Internacional. Working paper, nº 05/183. Washington. 2005.

VAN DER LAAN, C. R. **Liberalização da Conta de Capitais: Evolução e Evidências para o Caso Brasileiro Recente (1990-2005)**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2006.

VAN DER LAAN, C. R.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. **Liberalização financeira e desempenho macroeconômico no Brasil entre 1994 e 2006**. In: Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia. Recife. 2007.

VEIGA, P. M.; RIOS, S. P.; CORNET, L. N. A hiperativa política comercial e industrial do primeiro biênio Dilma. **International Centre for Trade and Sustainable Development**, v. 9, n. 6, jul. 2013.

WEINTRAUB, S. **Classical Keynesianism Monetary Theory and the Price Level**. Connecticut: Greenwood Press, 1961.

WEINTRAUB, S. **Capitalism's Inflation and Unemployment Crisis**. Boston: Addison-Wesley Educational Publishers Inc, 1978.

WILLIAMSON, J. **The Progress of Policy Reform in Latin America**. Washington: HE, 1990.

WOODFORD, M. **Forecast targeting as a monetary policy strategy: Policy rules in practice**. Federal Reserve Bank of Dallas. Paper presented at the conference "John Taylor's Contributions to Monetary Theory". New York. 2007.

WYNNE, M. A.; KESTING, E. K. **Openness and Inflation**. Federal Reserve Bank of Dallas. Staff Papers, n° 2. Texas. 2007.

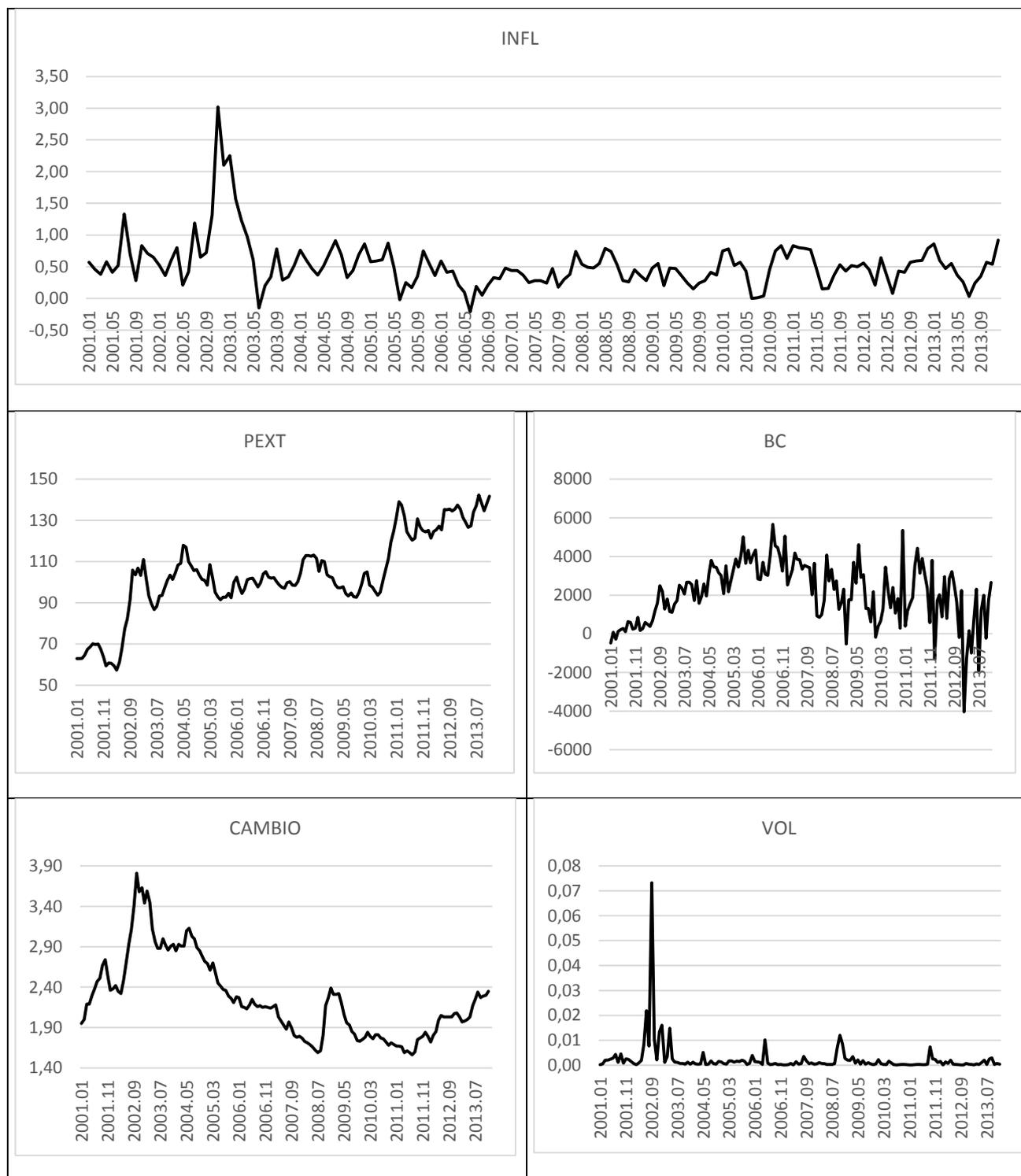
YAKOVA, D. **Flattening of the Phillips Curve: Implications for Monetary Policy**. Fundo Monetário Internacional. European Department. Working Paper, n° 76. Washington. 2007.

ZELLNER, A. An Efficient Method for Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for aggregation BIAS. **Journal American Satatistics**, p. 585-612, jun 1962.

ZIVOT, E.; ANDREWS, D. W. K. Further Evidence on the Great Crash, the Oil Price Shock and the Unit-Root Hypothesis. **Journal of Business and Economic Statistics**, v. 10, p. 251-270, 1992.

ANEXO A – Séries Utilizadas

Figura 2 – Comportamento das Séries Utilizadas na Estimação da Equação de Inflação



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do IBGE, BCB, FMI e IPEA.

ANEXO B – Resultados do Modelo ARDL

Tabela 16 – Modelo ARDL – Período 1: jan/2001 a dez/2004

	Coeficiente	Erro-Padrão	t-valor	t-prob	R2 parcial
INFL_1	0.25	0.10	2.62	0.01	0.16
Constant	0.36	0.08	4.73	0.00	0.38
DCAMBIO_2	1.29	0.36	3.63	0.00	0.26
VOL_2	17.45	4.22	4.14	0.00	0.32
VOL_4	21.42	4.67	4.59	0.00	0.36

$\sigma = 0.287278$ RSS

$R^2 = 0.785285$

$F(4,37) = 33.83 [0.000]**$

R^2 Ajustado = 0.762073

Log-likelihood -4.54687

RSS = 3.05356584

Nº of observations 42

Nº of parameters 5

AR 1-3 test: $F(3,34) = 1.0909 [0.3662]$

ARCH 1-3 test: $F(3,36) = 1.0012 [0.4035]$

Normality test: $\text{Chi}^2(2) = 0.35601 [0.8369]$

Hetero test: $F(8,33) = 2.4224 [0.0352]*$

Fonte: Elaboração Própria.

Nota: * Significativo a 1%. ** Significativo a 5%. *** Significativo a 10%.

Tabela 17 – Modelo ARDL – Período 1: jan/2005 a dez/2013

	Coeficiente	Erro-Padrão	t-valor	t-prob	R2 parcial
INFL_1	0.57	0.07	7.94	0.00	0.38
Constant	0.20	0.04	5.49	0.00	0.23
DPEXT_1	0.02	0.00	4.26	0.00	0.15
DCAMBIO_4	0.61	0.22	2.77	0.01	0.07
VOL_1	-17.63	8.29	-2.13	0.04	0.04

$\sigma = 0.164613$

$R^2 = 0.487604$

$F(4,103) = 24.5 [0.000]**$

R^2 Ajustado = 0.467705

Log-likelihood 44.1634

RSS = 2.79103554

Nº. of observations 108

Nºo. of parameters 5

AR 1-7 test: $F(7,96) = 1.0363 [0.4111]$

ARCH 1-7 test: $F(7,94) = 0.25549 [0.9692]$

Normality test: $\text{Chi}^2(2) = 0.67750 [0.7127]$

Hetero test: $F(8,99) = 1.3477 [0.2292]$

Fonte: Elaboração Própria.

Nota: * Significativo a 1%. ** Significativo a 5%. *** Significativo a 10%.

ANEXO C – Decomposição da Variância

Tabela 18 – Decomposição da Variância – período: jan/2001 a dez/2004

Período	S.E.	DPEXT	DCAMBIO	VOL	BC	INFL
1	0.341477	11.24589	6.067328	0.000000	0.000000	82.68678
2	0.377109	10.37624	5.700931	0.297617	0.838115	82.78710
3	0.456325	13.05912	3.935885	23.49916	0.998800	58.50703
4	0.498239	18.10150	3.303641	26.86219	1.802649	49.93002
5	0.536776	26.20761	3.151371	25.34206	2.263697	43.03526
6	0.567492	29.05373	3.496340	23.57123	5.113346	38.76535
7	0.586679	30.87932	3.774733	22.45818	6.067012	36.82076
8	0.599814	31.23024	4.019122	21.82660	7.333319	35.59072
9	0.606786	31.18651	4.126145	21.34269	8.173891	35.17077
10	0.610718	31.05354	4.195754	21.06898	8.865183	34.81654
11	0.613524	30.80367	4.208710	20.89021	9.527736	34.56967
12	0.615137	30.64510	4.202743	20.80196	9.944165	34.40603

Tabela 19 – Decomposição da Variância – período: jan/2005 a dez/2013

Período	S.E.	DPEXT	DCAMBIO	VOL	BC	INFL
1	0.170140	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000
2	0.202955	6.176448	0.364491	2.109093	0.799191	90.55078
3	0.216996	8.543466	1.159782	5.611038	1.862701	82.82301
4	0.223390	8.965503	1.949793	7.739978	2.584624	78.76010
5	0.226105	8.973898	2.450495	8.662574	2.919039	76.99399
6	0.227170	8.945158	2.700979	9.010250	3.043898	76.29971
7	0.227566	8.928767	2.811225	9.134039	3.085116	76.04085
8	0.227710	8.921734	2.856454	9.177204	3.097812	75.94680
9	0.227761	8.918969	2.874280	9.192126	3.101565	75.91306
10	0.227780	8.917919	2.881124	9.197245	3.102641	75.90107
11	0.227786	8.917528	2.883699	9.198981	3.102939	75.89685
12	0.227788	8.917385	2.884650	9.199562	3.103018	75.89539

ANEXO D – Funções de Impulso Resposta

Figura 3 – Resposta do IPCA a um choque em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial (VAR): 2001-2004

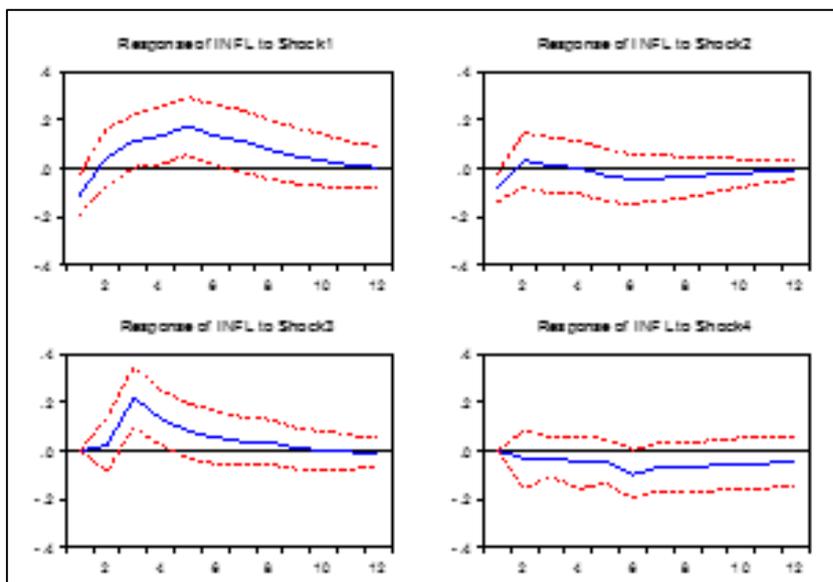
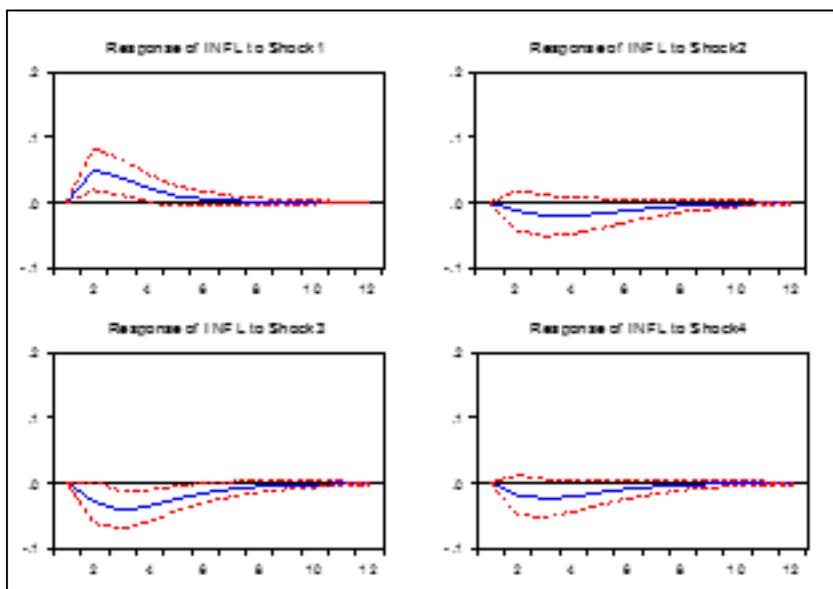


Figura 4 – Resposta do IPCA a um choque em: preços externos, câmbio, volatilidade cambial e balança comercial (VAR): 2005-2013



ANEXO E – Resultados dos Testes de Cointegração

Tabela 20 – Teste de Cointegração: IPCA, PEXT, CÂMBIO

ENGLE E GRANGER (drift)	ENGLE E GRANGER (trend)	GREGORY HANSEN (C)	GREGORY HANSEN (C/T)	GREGORY HANSEN (C/S)	GREGORY HANSEN (C/S/T)
-3.03	-3.29	-4.18	-3.97	-6.05***	-5.29

Tabela 21 – Teste de Cointegração: IPCA, PEXT

ENGLE E GRANGER (drift)	ENGLE E GRANGER (trend)	GREGORY HANSEN (C)	GREGORY HANSEN (C/T)	GREGORY HANSEN (C/S)	GREGORY HANSEN (C/S/T)
-2.68	-2.95	-3.33	-3.89	-4.05	-3.83

Tabela 22 – Teste de Cointegração: IPCA, CÂMBIO

ENGLE E GRANGER (drift)	ENGLE E GRANGER (trend)	GREGORY HANSEN (C)	GREGORY HANSEN (C/T)	GREGORY HANSEN (C/S)	GREGORY HANSEN (C/S/T)
-1.02	-2.85	-3.21	-3.47	-3.41	-4.42

Tabela 23 – Estimação do Vetor de cointegração (Gregory Hansen C/S)

TESTE	VARIÁVEL	COEFICIENTE	T	ESTATÍSTICA
GREGORY HANSEN (C/S)	Constante	1645.17	17.39	-6.05***
	Dfev 2009	-483.10	-2.57	
	pevt	17.65	22.66	
	Dfev 2009 x pevt	-4.86	-3.78	
	cambio	-391.54	-16.04	
	Dfev 2009 x cambio	734.14	8.92	
R2 ajustado	0.96			
Durbin-Watson	0.44			